

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
FACULDADE DE DIREITO
SETOR DE CIÊNCIAS JURÍDICAS

ROBERT THADEUS TOMAL

A PROVA DO INSIDER TRADING SECUNDÁRIO NO ÂMBITO
ADMINISTRATIVO: CONTRIBUIÇÃO PARA O ESTUDO DO ART. 27-D DA LEI Nº
6.385/1976 EM SUA NOVA REDAÇÃO

CURITIBA
2021

ROBERT THADEUS TOMAL

A PROVA DO INSIDER TRADING SECUNDÁRIO NO ÂMBITO
ADMINISTRATIVO: CONTRIBUIÇÃO PARA O ESTUDO DO ART. 27-D DA LEI Nº
6.385/1976 EM SUA NOVA REDAÇÃO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao curso de Graduação em Direito, Setor de
Ciências Jurídicas da Universidade Federal do
Paraná, como requisito parcial à obtenção do
título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. André Peixoto de Souza

CURITIBA

2021

TERMO DE APROVAÇÃO

A prova do insider trading secundário no âmbito administrativo: contribuição para o estudo do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 em sua nova redação

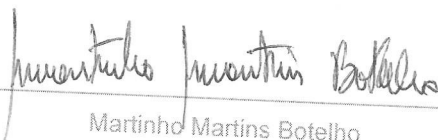
ROBERT THADEUS TOMAL

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção de Graduação no Curso de Direito, da Faculdade de Direito, Setor de Ciências jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



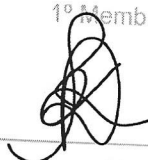
André Peixoto de Souza
Orientador

Coorientador



Martinho Martins Botelho

1º Membro



Kauana Kalache

2º Membro

RESUMO

O *insider trading* consiste no uso indevido de informação privilegiada em negociação com valores mobiliários, com a finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem. Estudos empíricos e teóricos apontam danos econômicos advindos da prática, com destaque para a seleção adversa e a redução do bem-estar de investidores *outsiders*. A conduta veio a se tornar ilegal na maior parte dos mercados nacionais, especialmente a partir da década de 1990. No Brasil, ela é ilícito civil e administrativo desde o final da década de 1970. Mais recentemente, foi tipificada como crime pela Lei nº 10.303/2001, que incluiu o art. 27-D na Lei nº 6.385/1976. Este dispositivo teve sua redação alterada pela Lei nº 13.506/2017, que retirou o dever de sigilo como elemento do tipo objetivo do crime. Com isso, a vedação penal passou a abranger a conduta dos chamados *insiders* secundários. Até o presente momento, contudo, não se tem notícia de condenações penais destes agentes. Tendo isso em vista, um aspecto ainda pouco explorado na literatura diz respeito à forma como se prova o *insider trading* secundário. Este trabalho visa demonstrá-la com base nos dados disponíveis (precedentes administrativos), como forma de contribuir para o estudo do art. 27-D em sua atual abrangência. Inicialmente, com esboço na literatura especializada, definiu-se o que é o *insider trading* e se esclareceu as premissas adotadas. Em seguida, a partir da análise indutiva de precedentes junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), verificou-se que, no período entre 2017 e 2020, a prova (e contraprova) indiciária foi o meio de prova praticamente exclusivo do *insider trading* secundário, a fundamentar as condenações (e absolvições) no âmbito administrativo. Com esta constatação, é possível deduzir que não será possível a efetiva aplicação do art. 27-D em relação à conduta de *insiders* secundários sem o uso da prova indiciária.

Palavras-chave: *Insider trading*. Uso indevido de informação privilegiada. Art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. *Insider* secundário. Prova indiciária.

ABSTRACT

Insider trading is defined as the use of material nonpublic information while dealing in securities, with the intention of making a profit for oneself or someone else. Empirical and theoretical studies show that it causes economic harm, especially when it comes to adverse selection and outside investors' welfare reduction. The conduct came to be illegal in most national markets, especially from the 1990s onwards. In Brazil, civil and administrative liability for it have been put in place since the late 1970s. More recently, criminal liability was introduced by the Act nº 10.303/2001, that included Article 27-D into the Act nº 6.385/1976. This Article had its text altered by the Act nº 13.506/2017, which removed the duty of secrecy as a requisite element of the crime. Thereby, the criminal prohibition started to comprehend the conduct of so called secondary insiders. Up to this day, however, there is no evidence of criminal conviction of such agents. Taking that into account, an aspect that is still not much explored in the literature is how secondary insider trading is proven. This study aims at showing it using available data (administrative rulings), as a way to contribute to the research on Article 27-D in its current comprehensive form. Initially, based on the specialized literature, insider trading was defined and the adopted premises were clarified. Thereafter, from the inductive analysis of precedents of the Comissão de Valores Mobiliários (CVM) and the Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), it was gathered that, in the period from 2017 to 2020, indirect proof (and counterproof) was practically the only means of proof of secondary insider trading, to substantiate administrative convictions (and acquittals). With that in mind, it can be deducted that the enforcement of Article 27-D in regards to the conduct of secondary insiders won't be possible without the use of indirect proof.

Keywords: Insider trading. Undue use of material nonpublic information. Article 27-D of the Act nº 6.385/1976. Secondary insider. Indirect proof.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	5
2	POR QUE PROIBIR?	11
2.1	Argumentos contra a regulação	18
2.1.1	Investidores a longo prazo	18
2.1.2	Eficiência dos preços	19
2.1.3	Compensação	24
2.2	Argumentos a favor da regulação	26
2.2.1	Dano a investidores	28
2.2.2	Dano à companhia emissora	30
2.2.3	Dano ao mercado	32
2.3	Bem jurídico	33
2.3.1	A regulação do mercado de valores mobiliários	34
2.3.2	A regulação do <i>insider trading</i>	38
2.3.3	Bem jurídico tutelado pela norma penal	45
2.4	Premissas	47
3	REGIME JURÍDICO DO <i>INSIDER TRADING</i>	52
3.1	Análise do ilícito administrativo	69
3.2	Prova indiciária	73
4	PRECEDENTES	75
4.1	Processos administrativos sancionadores julgados pela CVM	79
4.2	Recursos voluntários julgados pelo CRSFN	82
5	CONCLUSÃO	83
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	86

1 INTRODUÇÃO

A criminalização do *insider trading*, ou uso indevido de informação privilegiada, como é designado no ordenamento jurídico brasileiro, é um fenômeno relativamente recente. Em suma, a prática consiste na utilização de informação relevante, sigilosa e não divulgada ao mercado, capaz de propiciar vantagem indevida, na negociação de valores mobiliários.

Há na literatura estrangeira, especialmente na estadunidense, intenso debate acerca do efetivo benefício da proibição legal da prática. Alguns pesquisadores defendem a descriminalização da conduta, dos quais o maior expoente foi Henry Manne. Sua argumentação é no sentido de que o *insider trading* não causa danos significativos a investidores de longo prazo e que a prática tem efeitos positivos no mercado, uma vez que promove maior eficiência na formação de preços e oferece um componente adequado para contratos mais eficientes de compensação de empreendedores.¹

A narrativa que prevalece, contudo, é a de que a conduta é nociva aos mercados de valores mobiliários. Dentre os argumentos apresentados, temos o de que o *insider trading* é incompatível com um sistema que tem como regra o *full disclosure* obrigatório, que é o caso tanto no Brasil como nos Estados Unidos da América. De outro lado, a prática simplesmente atentaria contra a equidade entre os investidores, conferindo ao seu perpetrador uma vantagem injusta perante os demais. Para além da argumentação meramente moral, aqueles que defendem a regulação do *insider trading* sustentam também argumentos de teor econômico. Por exemplo, o de que a prática ocasionaria um dano aos investidores, uma vez que estes são induzidos a erro pela contraparte da negociação que detém informações sigilosas. Também há quem sustente que a prática fere o bem-estar do investidor e a sua confiança no mercado de valores mobiliários. Em virtude desses e outros fatores, o uso indevido de informações privilegiadas ocasionaria danos à liquidez do mercado.² Ainda, o *insider trading* pode acarretar danos à empresa emissora dos

¹ MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*. *Journal of Corporation Law*, v. 31, n. 1, p. 167-185, 2005, p. 2.

² Nesse sentido, LELAND, Hayne E. *Insider Trading: Should It Be Prohibited?* *Journal of Political Economy*, v. 100, n. 4, p. 859-887, 1992, p. 862, e CHENG, Louis; FIRTH, Michael; Leung, T. Y.; RUI, Oliver. *The effects of insider trading on liquidity*. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 14, n. 5, p. 467-483, 2006, p. 481.

papéis negociados, atrasando o fluxo de informações, interferindo com planos corporativos e, em última instância, gerando dano à sua reputação.³

A proibição moderna do *insider trading* teve seus primórdios nos tribunais estaduais dos Estados Unidos da América, entre o fim do século XIX e o início do século XX.⁴ O país foi o primeiro a editar uma lei vedando a prática, na esteira da Crise de 1929 e do New Deal de Franklin Delano Roosevelt, embora se argumente que essa legislação só passou a ser aplicada em relação ao *insider trading* a partir da década de 1960 pela Securities Exchange Commission (SEC) e pelos tribunais.⁵ Ao longo da década de 1980 e, especialmente, a de 1990, vários países passaram a implementar e aplicar legislações no mesmo sentido, sendo que atualmente a maior parte dos mercados nacionais adota a vedação ao *insider trading*.⁶

Neste campo, o Brasil é pioneiro, haja vista que a conduta é tida como ilícito administrativo e cível desde o final da década de 1970. Já a tipificação penal da prática⁷ se deu apenas em 2001, com a edição da Lei nº 10.303/2001, que incluiu o art. 27-D na Lei nº 6.385/1976. Mais recentemente, a Lei nº 13.506/2017 simplificou o tipo objetivo do crime, excluindo do dispositivo a expressão “da qual deva manter sigilo” e, assim, afastando o dever de manutenção do sigilo da informação como condição necessária para a configuração do crime.

Em suma, pode-se afirmar que a nova redação do art. 27-D abrangeu a conduta dos *insiders* secundários, ao passo que a redação original do dispositivo criminalizava a conduta tão somente dos ditos *insiders* primários. Abordaremos tais conceitos em maior detalhe no Capítulo 2, bastando para o momento indicar que o *insider* primário é aquele que tem contato direto com a informação e ciência de sua relevância, isto é, a sua capacidade de afetar a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter títulos mobiliários, influenciando a sua cotação. Ao contrário, o *insider* secundário, sem acesso direto à informação, a recebe de um

³ BAINBRIDGE, Stephen M. *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*. Fev. 2001, p. 75-78. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=261277>>." Acesso em: 10 nov. 2020.

⁴ *Ibidem*, p. 4-9.

⁵ *Ibidem*, p. 11-12.

⁶ BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. *The World Price of Insider Trading*. The Journal of Finance, v. 5, 1. ed., p. 75-108, 2002, p. 77.

⁷ Na doutrina nacional, conforme veremos adiante, carecemos de uma definição clara e sustentável de qual vem a ser o bem jurídico tutelado pela norma criminalizadora. Posições há que sustentam ser o correto funcionamento do mercado, a transparência, a igualdade de oportunidades entre os investidores e a confiança destes no mercado.

insider primário ou secundário e a utiliza para negociar, sem necessariamente ter ciência da relevância da informação.

A nosso ver, a criminalização na forma simplificada se mostra mais compatível com a punição do ilícito nas demais esferas jurídicas.⁸ A simplificação do tipo objetivo pode ser interpretada como uma tentativa do legislador de aumentar a eficácia da repressão do ilícito, criminalizando-o em todas as suas facetas. No ordenamento jurídico brasileiro, compete à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a fiscalização e o combate do ilícito no âmbito administrativo, cabendo ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) o julgamento de recursos nesta esfera, e ao Ministério Público Federal (MPF) e ao Poder Judiciário a repressão civil e penal da prática. Essa atuação institucional é objeto de uma série de dúvidas, especialmente no que diz respeito à efetividade da punição e à capacidade do sistema de desincentivar a prática.

Apesar da mudança legislativa em 2001, só se pode vislumbrar uma efetiva atividade institucional de punição criminal da prática a partir de 2008, com a celebração de convênio entre a Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério Público Federal, visando “imprimir-se maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais”.⁹⁻¹⁰ Sob o auspício dessa cooperação institucional é que ocorreu a primeira denúncia, pelo MPF, de crime de *insider trading* em 2009, atinente ao célebre caso envolvendo a negociação de *American Depositary Receipts* (ADR) de emissão da Perdigão, em meio à divulgação pela Sadia de oferta pública de aquisição de mais da metade das ações daquela, por dois executivos deste grupo e um executivo da instituição financeira envolvida na operação. Em 2011, no âmbito do processo, produziu-se a

⁸ Tese contrária da sustentada em GOUVÊA, Marcus de Freitas. *Insider trading, dever de lealdade e a lei penal carente de bem jurídico tutelado*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 22, n. 83, p. 135-156, jan./mar. 2019.

⁹ Termo de Cooperação Técnica entre a CVM e o MPF, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/Ministerio_-_Publico_Federal.pdf>. Acesso em 27 jun. 2020.

¹⁰ Vale noticiar que o termo foi aditado por duas ocasiões, com prorrogação do vencimento do convênio por mais cinco anos em cada oportunidade. Assim, o vencimento se dará no prazo de cinco anos, a contar da data do último aditamento (08 de maio de 2018). Mais recentemente (26 de agosto de 2020), outro convênio foi celebrado entre as partes para disciplinar o intercâmbio de tecnologias, conhecimentos e base de dados entre os partícipes. Termos Aditivos ao Acordo de Cooperação Técnica entre a CVM e o MPF, disponíveis em <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/MPF-Termo-Adit.PDF>> e <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/MPF-Termo-Adit2.PDF>>. Acordo de Cooperação Técnica entre a CVM e o MPF, disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/MPF_SIMBA.pdf>. Acesso em 11 de nov. 2020.

primeira sentença condenatória por *insider trading* no Brasil.¹¹ No entanto, a discussão judicial do caso se estendeu até 2017, quando do julgamento, na 2ª Turma do Supremo Tribunal Federal (STF), de agravo regimental interposto pelos réus, ao qual se negou provimento.¹²

Na esfera penal, o número de julgados em segunda e superior instâncias relativos a *insider trading* é ínfimo, localizando-se um total de vinte e cinco decisões de 2013 à atualidade.¹³ No campo cível, da mesma forma, não se pode afirmar que haja uma jurisprudência farta no assunto, até mesmo porque uma parte nada negligenciável desses precedentes provém de ações com intuito revisional de condenações na esfera administrativa, junto à Comissão de Valores Mobiliário (CVM) ou ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Da atuação destes, pode-se extrair um maior número de decisões em processos administrativos sancionadores, vislumbrando-se uma jurisprudência algo consolidada. Essa avaliação é compatível com as conclusões de Ana Paula Paschoalini, Fernanda Perez Jacomini, Mariana Silveira Martins Jost e Natália Parmigiani Merluzzi.¹⁴⁻¹⁵

À luz do escopo deste trabalho, o que nos interessa mais de perto é a inexistência de casos criminais contra réus sem dever fiduciário para com a companhia emissora dos papéis negociados, ou, em outras palavras, uma

¹¹ CVM e MPF obtêm a primeira sentença penal condenatória por *insider trading* do Brasil. *Governo Federal - Governo do Brasil*. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-e-mpf-obtem-a-primeira-sentenca-penal-condenatoria-por-insider-trading-do-brasil-5134d2e8ddb546a0b8208b5cc6a3c677>>. Acesso em: 11 nov. 2020.

¹² Caso de Insider - Sadia/Perdigão. *Governo Federal - Governo do Brasil*. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/caso-de-insider---sadia-perdigao-c17db1b0fcb946fd9371f2972a462860>>. Acesso em: 11 nov. 2020.

¹³ Foram consultadas as bases de dados digitais do Conselho da Justiça Federal, dos Tribunais Regionais Federais das 1ª, 2ª e 3ª Regiões, do Superior Tribunal de Justiça e do Supremo Tribunal Federal, utilizando-se as palavras-chave “*insider trading*”, “uso indevido de informação privilegiada”, “art. 27-D”, “uso de informação privilegiada” e “informação privilegiada”.

¹⁴ Cite-se, *ipsis litteris*: “Por fim, analisamos a jurisprudência atual nas esferas cível, penal e administrativa, sendo que somente a última traz elementos concretos de relevo ao intérprete da norma, estudiosos da matéria e participantes do mercado de capitais em geral.

Diante de todo o exposto, fica claro que o tema *insider trading* ainda merece atenção especial e aprofundada da doutrina no Brasil e, sobretudo, dos tribunais brasileiros. Isso se deve, em especial, ao fato de que esse tipo de questão geralmente não chega ao Judiciário.” (PASCHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; JOST, Mariana Silveira Martins; MERLUSSI, Natália Parmigiani. *Utilização de informação privilegiada: insider trading*. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 2, n. 4, p. 159-193, jul./ago. 2014, não paginado).

¹⁵ As referências bibliográficas que constam como “não paginadas” dizem respeito a fontes consultadas em plataformas digitais, a saber, a Biblioteca Digital Thomson Reuters ProView, a Biblioteca Digital Saraiva e o acervo digital da Editora Lex Magister, nas quais não há indicação da página.

jurisprudência de casos com aplicação do art. 27-D em sua nova redação, em relação a *insiders* secundários.

O baixo número de denúncias e condenações desde 2001 indica a existência de uma “cifra oculta” considerável de ocorrências de *insider trading*.¹⁶ Em verdade, não é possível obter estatísticas da real frequência com que se fazem negociações com o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais. Até mesmo nos casos em que há suspeita da prática, a dificuldade na produção de provas concretas é notável, especialmente no que toca aos *insiders* secundários. Desse modo, não se pode verificar com exatidão a efetividade da repressão nem a sua capacidade de desincentivo à prática.

Por outro lado, é possível que a nova tipificação torne o sistema jurídico de combate ao *insider trading* mais coerente, aproximando o conteúdo da previsão penal ao das proibições cível e administrativa. Em seminal pesquisa antes da reforma legislativa de 2017, Viviane Muller Prado, Nora Rachman e Renato Vilela sustentaram que a atividade punitiva realizada em diferentes searas jurídicas dificulta a avaliação da adequação desse sistema, visto que a aplicação de regras e instrumentos diversos pode produzir resultados inconsistentes. O diagnóstico dos autores, pautado pela análise dos mecanismos de combate e dos precedentes nas três esferas de punição da prática, no período de 1965 a 2015, foi no sentido de que não se podia constatar uma sinalização concreta de punição exemplar e de efetiva repressão, considerando a diversidade de procedimentos empregados e de soluções encontradas.¹⁷

Consideradas as dificuldades inerentes à punição da conduta dos *insiders* secundários, o que se problematizará neste trabalho é a efetiva aplicabilidade do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 em sua nova redação, do ponto de vista probatório. Entretanto, a falta de condenações penais¹⁸ de *insiders* secundários limita a possível

¹⁶ LUCCHESI, Guilherme Brenner. *O objeto de tutela penal no delito de insider trading: uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea*. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 19, n. 90, p. 137-161, maio/jun. 2011, p. 8.

¹⁷ PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo, FGV Direito SP, 2016, p. 82-83.

¹⁸ Os dados disponíveis são ainda insuficientes, uma vez que, de acordo com as fontes de pesquisa jurisprudencial consultadas, a aplicação do tipo penal se cinge em nossas cortes nacionais, até o presente momento, à sua formulação anterior à alteração promovida pela Lei nº 13.506/2017. Se por um lado treze das vinte e cinco decisões na seara penal (das quais, no total, duas dizem respeito a conflitos de competência) foram prolatadas antes da vigência da supramencionada lei, por outro as doze restantes cuidam todas de condutas perpetradas por *insiders* primários, quando não de fatos anteriores ao início da vigência da *lex*.

análise aos precedentes administrativos no âmbito da CVM e do CRSFN. Partindo desta jurisprudência, nosso foco de análise será o conjunto probatório necessário para uma condenação ou uma absolvição. Relataremos a forma como se tem provado o uso indevido de informação privilegiada por *insiders* secundários nos últimos três anos (2017 a 2020) junto a estas instâncias. Cremos que, para entender a potencial repressão penal da conduta que o legislador intentou abranger com a simplificação do tipo penal, é necessário averiguar a forma como se prova tal conduta na atualidade, isto é, no âmbito administrativo, sem que isso implique descurar das diferenças sistemáticas entre as searas jurídicas.

No Capítulo 2, abordaremos a questão da regulação do *insider trading*, adotando como premissa, em virtude dos argumentos apresentados, a adequação da criminalização da prática, tomando a efetiva aplicação da lei penal como mecanismo eficaz de combate. Em seguida, buscamos delinear um panorama da vedação legal no Brasil, nas searas administrativa, cível e penal, com destaque para o ilícito administrativo e a prova indiciária. No Capítulo 4, julgados da esfera administrativa serão analisados,¹⁹ de maneira que possamos apurar a prova e a contraprova do *insider trading* secundário para os Colegiados da CVM e do CRSFN.

Em conclusão, apresentaremos a forma como se tem provado o uso indevido de informações privilegiadas por *insiders* secundários no âmbito do Direito Administrativo Sancionador. A nosso ver, a compreensão do aspecto probatório da conduta é imprescindível para que se possa avaliar a potencial aplicabilidade do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 em toda sua nova abrangência. É nossa hipótese que a aplicabilidade efetiva do dispositivo penal em sua nova formulação depende do uso da prova indiciária.

Este trabalho não visa discutir a fundo os méritos da criminalização do *insider trading* e nem os efeitos da norma penal no desincentivo e repressão de condutas. No que diz respeito à regulação, limitaremos-nos a elencar de forma sintética, construindo uma base teórica para o raciocínio, os principais problemas econômicos e doutrinários apontados na literatura, a exemplo dos potenciais malefícios e benefícios da prática, e o bem jurídico protegido pela criminalização. O objeto principal do trabalho será a questão probatória do *insider trading* secundário.

¹⁹ Conforme melhor detalharemos no Capítulo 4, delimitamos o corte temporal da pesquisa ao período compreendido entre 2017 e 2020, analisando-se os extratos de sessões de julgamento de processos administrativos sancionadores (PAS) no âmbito da CVM, bem como os acórdãos de julgamento dos respectivos recursos voluntários devolvidos ao CRSFN.

Conforme mencionado, partiremos do pressuposto de que a criminalização do *insider trading* é adequada, à luz dos argumentos tecidos no Capítulo 2. Reiteramos, ademais, que tomaremos como pressuposto que a aplicação da norma penal, mediante condenação, é um meio eficaz de combate ao uso indevido de informação privilegiada – e, por óbvio, que não é possível condenar sem provas minimamente sólidas. Estabelecidas essas premissas, a pesquisa jurisprudencial objetivará extrair do conjunto dos precedentes, pelo método indutivo, a forma como se tem comprovado a conduta em análise, com destaque para o uso da prova indiciária. Busca-se com isso contribuir para o debate acerca da aplicabilidade do art. 27-D em sua nova redação, abrangendo a conduta dos *insiders* secundários.

2 POR QUE PROIBIR?

Antes de perquirir a respeito do aspecto probatório do *insider trading* secundário, mostra-se necessário discorrer acerca da regulação do uso indevido de informação privilegiada de forma geral. De início, forneceremos um conceito amplo do *insider trading*, para então sopesarmos os argumentos econômicos a favor e contra a proibição da prática. Por fim, após breves apontamentos sobre a regulação do mercado, abordaremos a questão do bem jurídico protegido pela norma contida no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976.

Apesar de o uso de informação privilegiada em negociações com valores mobiliários não ser um fenômeno que se possa considerar recente, tendo-se notícia da prática na Inglaterra desde pelo menos o século XVII,²⁰ o conceito moderno de *insider trading*, como o nome sugere, emanou da regulação da matéria nos Estados Unidos da América, o maior e mais influente mercado financeiro do mundo. A sua influência na regulação brasileira²¹ pode ser constatada, por exemplo, a partir das definições legais da prática, discutidas no Capítulo 3, e da popularização do uso do termo “*insider trading*” junto à doutrina e no âmbito das decisões da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia responsável pelo monitoramento e fiscalização do

²⁰ SANTIAGO, Alex Fernandes. *A repressão administrativa e penal do abuso de informação privilegiada no Brasil: Direito Penal simbólico?* Revista Magister de Direito Penal e Processual Penal, Porto Alegre, v. 8, n. 46, p. 48-73, fev./mar. 2012, não paginado.

²¹ Para Modesto Carvalhosa, a legislação brasileira é “praticamente uma transcrição das leis societárias e do mercado societário norte-americanos” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003., não paginado).

mercado de valores mobiliários, assim como nos acórdãos do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, a instância recursal administrativa.

Em tradução nossa, “*insider*” designa alguém que está “do lado de dentro”, referindo-se a uma pessoa que integre, direta ou indiretamente, os quadros da companhia emissora dos valores mobiliários negociados. Já a palavra “*trading*” indica a negociação, de maneira que a expressão significa, em linhas gerais, negociação de valores mobiliários por aqueles que fazem parte, de uma forma ou de outra, da estrutura da empresa emissora dos papéis negociados. Cuida-se, em verdade, de um conceito que abrange condutas tanto lícitas quanto ilícitas, uma vez que a negociação desses papéis por essas pessoas nem sempre será ilegal.

A definição legal do uso indevido de informação privilegiada e seus elementos será abordada no Capítulo 3. O que se quer nesse momento é apresentar um conceito mais amplo do *insider trading*. Para José Marcelo Martins Proença, trata-se do:

(...) efetivo aproveitamento de informações confidenciais, ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações (PROENÇA, José M. M. *Insider trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 41-42).

Para que se configure o *insider trading* indevido, é necessário que haja uma informação não divulgada ao mercado que seja tanto relevante quanto sigilosa, o que configura o seu privilegiamento. De forma simples, a relevância é apurada em função do impacto potencial da informação sobre a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários, com influência sobre a cotação destes em bolsa. Podemos citar como exemplos a intenção de promover incorporação, cisão, fusão, transformação e outros eventos atinentes à vida societária da companhia, bem como resultados financeiros, reuniões do Conselho de Administração, deliberações de Assembleias etc. Tal informação não pode ter sido divulgada ao público, uma vez que o ganho tido como indevido advém da assimetria informacional do agente que detém a informação em relação aos demais investidores do mercado. A alteração das cotações decorrente da incorporação da informação relevante aos preços equivale ao potencial lucro do *insider*.

Convém ainda mencionar uma distinção muito utilizada na literatura e na dogmática estadunidense. A informação relevante pode adotar duas formas: informação interna (“*inside information*”) ou informação de mercado (“*market information*”).²² Segundo Stephen Bainbridge, o primeiro tipo consiste na informação que provém de fontes dentro da companhia emissora, concernindo eventos ou desenvolvimentos que diretamente afetem os seus ativos ou sua receita. Já o segundo tipo, para o autor, é a informação que se origina de fontes além da companhia emissora, envolvendo eventos ou circunstâncias relacionadas ao preço ou ao mercado dos valores mobiliários de emissão desta ou que possam afetá-los, mas sem diretamente dizer respeito aos seus ativos ou sua rentabilidade. A distinção não é tão importante quanto possa parecer, uma vez que, assim como nos Estados Unidos da América,²³ agentes que negociam com uso de qualquer um dos tipos de informação podem ser responsabilizados perante a lei e a regulamentação brasileira.

Nem sempre o acusado da prática de *insider trading* tem acesso a informações relevantes completas. Nestes casos, o acusado, por exemplo um analista de mercado, não obtém conhecimento de informações privilegiadas, senão de pedaços de informações não públicas que, combinados com informações públicas, permitem concluir que haverá uma alteração de preço em determinado ativo. Isoladamente, porém, as informações incompletas são tidas como irrelevantes. Há uma teoria em sede das cortes estadunidenses que cuida do assunto: a teoria do mosaico (“*mosaic theory*”). Segundo esta teoria, o analista que assim agir não deve ser responsabilizado por *insider trading*.²⁴

José Marcelo Martins Proença se posiciona de forma contrária à aplicação desta teoria, sustentando que o uso de dados não públicos, ainda que isoladamente irrelevantes, pode ensejar assimetria informacional. Para o autor, mostra-se necessário avaliar que informação ou pedaço de informação não pública foi usada na negociação, bem como a forma como foi acessada, antes de se aplicar a teoria. Sendo a análise produto tão somente da maior diligência do analista, o que deve ser apurado caso a caso, não há que se falar em responsabilização por *insider trading*.²⁵

²² BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. cit.*, p. 16.

²³ *Ibidem*, p. 17.

²⁴ CACCESE, Michael S. *insider trading laws and the role of securities analysts*. Financial Analysts Journal - AIMR, 1997, *apud* PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 148.

²⁵ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 149.

Referimos acima que o termo “*insider*” sugere que este agente deve ter uma relação direta ou indireta com a emissora dos papéis negociados, de modo que esteja “por dentro” dos negócios da companhia. Todavia, esta relação, pautada por deveres de lealdade, diligência e de informar, não é condição necessária para que o *insider trading* seja considerado indevido, a exemplo do *insider trading* secundário. Nesse sentido, revela-se essencial distinguir os possíveis agentes perpetradores da conduta, nos termos trabalhados na literatura, em *insiders* primários e *insiders* secundários.

Os *insiders* primários ou institucionais “são aquelas pessoas que possuem acesso direto à informação privilegiada, em razão de sua função ou cargo, isto é, que estão no interior da companhia (*corporate insiders*).”²⁶ Além de receberem a informação diretamente de sua fonte, estes agentes têm conhecimento especializado suficiente para saber que a informação é relevante.²⁷ Trata-se dos *insiders* clássicos,²⁸ a exemplo dos administradores, diretores, conselheiros e acionistas controladores. Outra espécie de *insider* primário é o *insider* temporário, que nada mais é do que alguém que, em virtude de relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tem acesso direto à informação privilegiada, contribuindo na sua produção (“*constructive insider*”), muito embora não integre os quadros da companhia como funcionário direto.²⁹ São, por exemplo, auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores, advogados, bancos de investimento etc.

Por outro lado, os *insiders* secundários ou de mercado são aqueles que recebem a informação privilegiada dos *insiders* primários, direta ou indiretamente, e não possuem dever de sigilo para com a companhia, nem têm necessariamente consciência de que se trata de informação relevante.³⁰ O repasse de informações por *insiders* primários a *insiders* secundários é o chamado “*tipping*”, sendo que o

²⁶ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo, Saraiva, 2017, p. 43-44.

²⁷ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS HENRIQUES, Marcus. Mercado de capitais: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 545, *apud* BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis Roberto Cordeiro. *O Crime de Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017*. Revista da PGBC, v. 13, n. 1, p. 135-150, jun. 2019, p. 142.

²⁸ BAINBRIDGE, Stephen M. *Op. cit.*, p. 45-46.

²⁹ *Ibidem*, p. 46-48.

³⁰ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS HENRIQUES, Marcus. *Op. cit.*, *loc. cit.*, *apud* BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis Roberto Cordeiro. *Op. cit.*, *loc. cit.*

primário (“*tipper*”) dá a “dica” (“*tip*”) ao secundário (“*tippee*”) relativa à informação, ou então este a recebe indiretamente de outros *insiders* secundários (“*tipping chains*”).

Em suma, o *insider* secundário, para estar “por dentro” da informação privilegiada, deve recebê-la direta ou indiretamente do *insider* primário. Há ainda os chamados *insiders* acidentais, que são *outsiders*³¹ que recebem a informação de forma fortuita, por exemplo ao escutarem, por acaso, uma conversa entre acionistas controladores em um restaurante.

Vale ainda chamar a atenção para outra possível classe de *outsider* que pode praticar *insider trading*: agentes públicos. Stephen Bainbridge trata da questão brevemente em texto recente, abordando especificamente o enquadramento, no contexto estadunidense, de legisladores e funcionários públicos como *insider traders*. Neste particular, é útil a classificação da informação privilegiada como “de mercado” (*market information*), porquanto o acesso a esse tipo de informação é francamente concedido a agentes públicos, especialmente membros do Congresso.³² O autor exemplifica que um parlamentar pode obter conhecimento prévio de uma legislação fiscal a ser aprovada que irá beneficiar certas companhias, um contrato público a ser celebrado com determinada empresa ou uma autorização de certa substância perante os órgãos reguladores.

No ordenamento jurídico brasileiro, como veremos, as vedações ao *insider trading* são amplamente abrangentes, de modo que também alcançam negociações por agentes públicos com uso de informação privilegiada. Nesse sentido, João Carlos Castellar, citando Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa, consigna que pode incorrer em *insider trading* um funcionário público que, ciente da iminente edição de uma regulamentação administrativa que provocará alta generalizada nos preços das ações, negociar no mercado futuros de índices, que são valores mobiliários.³³

Portanto, é necessário que se tenha em mente que qualquer pessoa, independentemente de sua relação com a companhia emissora, pode praticar uso indevido de informação privilegiada, contanto que a ela tenha acesso e ciência de

³¹ Ao contrário dos “*insiders*”, os “*outsiders*” são aqueles que estão “do lado de fora”, designando-se com o termo os agentes que não possuem qualquer relação com a companhia emissora dos valores mobiliários que negociam.

³² BAINBRIDGE, Stephen M. *An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Insider Trading Research Handbook*. Research Handbook on Insider Trading, Stephen Bainbridge. Law-Econ Research Paper, UCLA School of Law, Edward Elgar Publishing Ltd., n. 12-15, 2013, p. 18-19.

³³ CASTELLAR, João Carlos. *Insider trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. 117.

sua não divulgação junto ao mercado. Não é à toa que Stephen Bainbridge considera “*insider trading*” um termo errôneo em certa medida, já que não são apenas administradores e funcionários de empresas que podem responder pela prática.³⁴

A regulação do uso indevido de informação privilegiada, conforme se propala, tem como intuito tutelar os direitos dos investidores e manter sua confiança na integridade do mercado. Sendo este o caso, a identidade do *insider trader*, seja primário ou secundário, mostra-se irrelevante, dado que, do ponto de vista do investidor, a questão de real interesse é o uso da assimetria informacional para lucrar às custas de quem aplica seu dinheiro no mercado de capitais.³⁵ Ou seja, se o *insider trading* realmente causa danos aos investidores e ao mercado, não parece haver consequências econômicas significativamente diversas para as condutas dos *insiders* primários e secundários.

De todo modo, faz-se necessário esclarecer que, em nosso levantamento bibliográfico, não encontramos pesquisas empíricas que tratassem especificamente do impacto econômico do *insider trading* secundário. O estudo deste fenômeno está limitado por uma série de fatores, dentre os quais se destaca a dificuldade na obtenção de dados. Ao passo que dados sobre operações realizadas por *insiders* primários são publicamente disponibilizados em diversas bases de dados, sendo muitas vezes objeto de divulgação obrigatória nos termos das legislações nacionais, o mesmo não pode ser dito quanto ao *insider trading* secundário. Se, por um lado, não há dever de divulgação imposto aos *insiders* secundários, o uso de dados obtidos a partir da repressão legal da prática, por outro, está sujeito a um evidente viés de seleção,³⁶ uma vez que fornecerá uma amostra de casos inevitavelmente diminuta em relação à real frequência do fenômeno no mercado (cifra oculta).

Mesmo tomando em consideração tais limitações, não vislumbramos motivos para assumir consequências econômicas significativamente diversas para o *insider trading* secundário em relação ao primário. Referimos que o *insider* secundário tem acesso à informação privilegiada por meio de um *insider* primário ou de outro secundário. Nestes termos, o acesso, em tese, advém sempre de um *insider* primário. Destarte, mesmo no caso do *insider trading* secundário, ainda assim

³⁴ BAINBRIDGE, Stephen M. *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*. Fev. 2001, p. 45. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=261277>>." Acesso em: 10 nov. 2020.

³⁵ *Ibidem*, p. 74.

³⁶ *Ibidem*, p. 67.

estar-se-ia falando, a princípio, em violação do dever de lealdade ou abuso de poder por parte de um *insider* primário. Do ponto de vista jurídico, ambas as condutas atentariam contra as mesmas normas *lato sensu*. E quanto aos *insiders* acidentais ou àqueles que tenham acesso privilegiado a informação de mercado? Nestes casos, não se verifica, de qualquer maneira, violação ao princípio da transparência e ao dever de lealdade. Assim, em relação às outras formas de *insider trading*, nesta modalidade não se atenta contra as mesmas normas jurídicas, tomadas em sentido amplo. Entretanto, a violação a normas diversas não implica, necessariamente, danos econômicos significativamente diferentes advindos das condutas.

Em suma, o *insider trading* é uma forma de negociação de valores mobiliários em meio a uma destacada assimetria informacional entre os agentes do mercado – assimetria essa que, não se pode olvidar, é uma característica inerente ao mercado de valores mobiliários. Aliás, configura uma falha do sistema descentralizado de mercado como um todo.³⁷ O *insider*, seja primário ou secundário, tem acesso a uma informação relevante que os demais investidores desconhecem, e é justamente dessa divergência informacional que decorre o seu potencial lucro em operações com ações e derivativos. Seria esse lucro em função da exploração da assimetria informacional devido? O que haveria de injusto na prática? Quais seus efeitos no mercado de capitais? Afinal, por que proibir o *insider trading*? E qual o bem jurídico protegido?

Para responder essas perguntas, comparamos nos próximos subcapítulos os principais argumentos contra e a favor da regulação do *insider trading*. Longe de pretender esgotar o assunto, intentamos apenas apresentar um panorama básico do debate acadêmico. Para tanto, contrapomos o pensamento de dois expoentes dessa discussão nos Estados Unidos da América: Henry Manne e Stephen Bainbridge. Outros autores da literatura anglófona foram trazidos à baila. O uso da literatura estadunidense é justificada a partir da constatação de que a centenária³⁸ discussão do aspecto regulatório do *insider trading* naquele país é mais amadurecida do que no Brasil e, inclusive, do que em qualquer outro país no mundo. Isso se dá devido ao tamanho do mercado financeiro estadunidense, a influência por ele exercida globalmente e a maior experiência institucional na

³⁷ NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, p. 143-146.

³⁸ BHATTACHARYA, Utpal. *Insider Trading Controversies: A Literature Review*. *Annual Review of Financial Economics*, v. 6, p. 385-403, 2014, p. 385.

vedação à prática. Para Stephen Bainbridge, o estudo da doutrina legal e dos fundamentos da política de proibição dos Estados Unidos da América pode ser frutífero para pesquisadores de todos os países.³⁹ Outrossim, a literatura anglófona, em virtude do diálogo que estabelece com a estadunidense, oferece uma base teórica igualmente sólida para se entender a regulação do *insider trading*.

2.1 Argumentos contra a regulação

Henry Manne foi um dos principais responsáveis pela argumentação a favor da desregulação da prática do *insider trading*, sendo a publicação de seu livro *Insider Trading and The Stock Market* em 1966 um evento importante para o debate da política pública em face da prática. Em que pese seu projeto ter “falhado” em alguma medida, dado que o *insider trading* continua proibido, seu trabalho teve o condão de alterar os termos da discussão, voltando-a para termos econômicos em detrimento das justificativas meramente morais, baseadas em um conceito subjetivo de justiça.⁴⁰

Em artigo publicado em 2005, o autor revisitou os principais argumentos econômicos ventilados em seu clássico livro, reformulando o seu caso a favor da desregulação. Os argumentos econômicos fundamentais de Henry Manne são que o *insider trading*: (i) não causa prejuízo significativo a investidores de longo prazo, (ii) melhora a eficiência da precificação dos ativos e (iii) é um mecanismo de compensação executiva eficiente.

2.1.1 Investidores a longo prazo

Para Henry Manne, a ideia de que não há prejuízo direto advindo da prática se manteve muito bem com o decorrer do tempo, com destaque para o ponto de que não há um dano real para os investidores que negociam anonimamente com *insiders* no outro lado da transação.⁴¹ Todavia, o autor não descarta a possibilidade

³⁹ BAINBRIDGE, Stephen M. *An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Insider Trading Research Handbook*. Research Handbook on Insider Trading, Stephen Bainbridge. Law-Econ Research Paper, UCLA School of Law, Edward Elgar Publishing Ltd., n. 12-15, 2013, p. 2.

⁴⁰ *Idem*. *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*. Fev. 2001, p. 65. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=261277>>." Acesso em: 10 nov. 2020.

⁴¹ MANNE, Henry. *Op. cit.*, p. 2.

de danos advindos do fenômeno da seleção adversa,⁴² embora minimize seus efeitos como quantitativamente insignificantes para investidores a longo prazo.

Estes são para o autor investidores cujas negociações representam, fundamentalmente, “rebalanceamentos” de portfólios diversificados, de modo a refletir mudanças nas circunstâncias gerais ou alterações no peso relativo de cada ativo em portfólios antes corretamente balanceados, conforme os critérios adotados e as preferências de risco do investidor. Por outro lado, investidores a curto prazo são identificados com especuladores, valendo-se do mercado de valores mobiliários como uma espécie de cassino. Em seu livro de 1966, o autor já apresentou a ideia de que investidores a curto prazo perderiam frequentemente para *insiders*.

O argumento, portanto, é de que investidores a longo prazo, mesmo em meio aos custos da seleção adversa, não têm prejuízos significativos com a prática do *insider trading*, ao passo que investidores a curto prazo, ou especuladores, frequentemente sofrerão prejuízos em transações com *insiders*. Isto não significa, contudo, que o *insider trading* só tenha efeitos negativos, devendo-se avaliar os benefícios e eventuais ganhos para o sistema em geral, que podem compensar as perdas decorrentes da seleção adversa.⁴³

2.1.2 Eficiência dos preços

O argumento de que o *insider trading* contribui para a eficiência⁴⁴ da formação do preço das ações é, sem dúvida, o mais robusto apresentado por Henry Manne. Segundo ele, há pouca discordância na academia acerca do fato de que a prática leva os preços à direção correta, isto é, àquela que se verificaria caso todo o público investidor tivesse acesso à informação relevante, de maneira a

⁴² Em linhas gerais, a seleção adversa pode ser definida como uma situação em que uma assimetria informacional entre compradores e vendedores é explorada por uma das partes. Nos mercados de valores mobiliários, como veremos abaixo, o fenômeno incide sobre o “*bid-ask spread*” de especialistas e formadores de mercado, aumentando-se o custo de negociar papéis em bolsa (HAYES, Adam. *Adverse Selection Definition*. Investopedia, 2021. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/a/adverseselection.asp#:~:text=Adverse%20selection%20is%20when%20sellers,they%20will%20collect%20on%20it.>>. Acesso em: 19 jan. 2021).

⁴³ *Ibidem*, p. 3.

⁴⁴ Nelson Eizirik, citado por José Marcelo Martins Proença, esclarece que: “a teoria econômica indica que o mercado é eficiente quando o preço das ações reflete, de forma virtual e instantânea, todas as informações disponíveis sobre as empresas cujos títulos são negociados. (...) É mediante normas que estabeleçam uma ampla política de prestação de informações por parte das companhias abertas (o disclosure) que se busca alcançar tal eficiência.” (EIZIRIK, Nelson. *Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Rio de Janeiro, n. 50, 1983, *apud* PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 272.)

“incorporá-la” ao preço. Há que se tomar em conta que o preço de uma ação, essencialmente, é um consenso incerto dos investidores acerca das perspectivas futuras da empresa.⁴⁵ Um preço eficiente, para Stephen Bainbridge, melhora a alocação de capital, reduz a volatilidade dos preços – isto é, diminui a frequência e a intensidade com que oscilam os preços, reduzindo as chances de ganhos individuais extraordinários e aumentando a atratividade para investidores avessos ao risco – e contribui para a empresa emissora, uma vez que reduz a incerteza dos investidores e melhora o monitoramento da efetividade dos administradores, cuja performance é melhor refletida em preços mais eficientes.⁴⁶

A controvérsia acerca do potencial benefício do *insider trading* à eficiência dos preços parece se concentrar, segundo Henry Manne, na tempestividade e na extensão do efeito do *insider trading* sobre a precificação.

Embora pesquisas indiquem que a conduta tem o mesmo impacto no preço do que negociações por *outsiders*, que é um mecanismo “ruidoso” para comunicar o valor da ação e que a informação privilegiada é rapidamente assimilada ao preço de mercado, mesmo com poucos *insiders* negociando no mercado,⁴⁷ não se está falando que o *insider trading* tenha um papel exclusivo na eficiência da precificação dos ativos. Antes, ele figura como apenas um dos mecanismos para tanto, dentre os quais o autor cita a divulgação explícita de novas informações, a transmissão seletiva e sancionada de informações a analistas financeiros (“*selective disclosure*”) ou então o fenômeno das negociações derivadas de alguma forma de sinalização do mercado (“*derivative trading*”).

Novas informações relevantes possibilitam a realização de negociações lucrativas pelos agentes informados, uma vez que a distribuição da informação e seu processamento pelo mercado acarreta a alteração do preço dos ativos. Com frequência, o impacto da divulgação da informação relevante confirma o preço alcançado anteriormente por outras vias, inclusive o uso de informação privilegiada por agentes que a ela tiveram acesso.⁴⁸ Em suma, o autor argumenta que o *insider trading* pode ser suficiente para mover o preço da ação na direção correta, ainda que apenas algumas vezes, por si só ou em conjunto com outras forças do

⁴⁵ BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, p. 65.

⁴⁶ *Ibidem*, *loc. cit.*

⁴⁷ MANNE, Henry. *Op. cit.*, p. 4.

⁴⁸ *Ibidem*, p. 4-5.

mercado.⁴⁹ Note-se que, nesse caso, a divulgação da informação relevante mantém um papel importante em tornar a formação dos preços mais eficiente no mercado de valores mobiliários. Na formulação original do argumento, em seu livro de 1966, o autor sustentava que o *insider trading* poderia mesmo substituir a divulgação ao público, configurando a prática uma forma eficiente de se alcançar tanto a manutenção de incentivos para a produção de informação valiosa quanto a precificação eficiente.

Em seu artigo de 2005, a tese central do autor, tentando explicar o “mistério” de o *insider trading* ter sido praticamente ignorado pela comunidade corporativa norte-americana antes de sua regulação pela SEC, é de que esse silêncio indica que a prática era vista como um mecanismo de governança corporativa informacionalmente eficiente para a tomada de decisões, em virtude da maior eficiência dos preços em meio a negociações por *insiders*.⁵⁰

O autor parte do pensamento de Friedrich Hayek acerca do planejamento central da economia. De acordo com sua síntese, o real problema do planejador socialista é a administração da informação necessária, e não a alocação eficiente de bens e serviços. Isto porque tal informação, ou conhecimento, apenas existe de forma dispersa, incompleta e frequentemente contraditória, detida que é apenas por agentes individuais. Ressalte-se que se está a falar de um conhecimento circunstancial, localizado no tempo e no espaço, e não em conhecimento científico, em sua generalidade e abstração.⁵¹ Henry Manne, então, aplica o mesmo raciocínio à administração de grandes empresas, para cujos administradores mais importa a forma como a informação dispersa é comunicada ao agente decisor do que o conteúdo em si da informação, necessária para a tomada de decisões.

Ao passo que o planejador socialista não tem acesso direto ao conhecimento circunstancial como o agente individual no sistema descentralizado, este não pode, como o planejador socialista, relegar a tomada de decisões ao mercado.⁵² Para Henry Manne, apesar de o fluxo de informações a altos executivos ser múltiplo, a informação, seja de dentro ou fora da companhia, sempre estará necessariamente atrasada ou enviesada. Com efeito, o autor destaca que toda informação que não é imediata, isto é, não for baseada em experiência de primeira mão, está sujeita a tais

⁴⁹ *Ibidem*, loc. cit.

⁵⁰ MANNE, Henry. *Op. cit.*, p. 14-21.

⁵¹ *Ibidem*, p. 14.

⁵² *Ibidem*, p. 14-15.

distorções. A transmissão retira o caráter imediato da informação, por vezes ocasionando graves prejuízos com o atraso.⁵³

Para Friedrich Hayek, o uso do preço de um ativo é a solução para a organização econômica, dado que o preço está sempre disponível e inerentemente correto, contendo em seu bojo informações significativas para orientar a tomada de decisões no nível individual.⁵⁴ Assumindo-se um preço eficiente e a ocorrência de negociações com uso de informação privilegiada, que ocorreriam sempre que se tornassem lucrativas (isto é, sempre que se instaurasse uma assimetria informacional significativa), os administradores poderiam utilizar o preço como mais um fonte de informação, para resolver uma série de problemas diários na empresa.⁵⁵ O autor sustenta que, nesse cenário, o preço poderia ser utilizado como um mecanismo de confirmação de informações obtidas por outras fontes (como relatórios financeiros) e de monitoramento dos funcionários, uma vez que qualquer erro significativo ou ato desonesto poderia criar uma assimetria informacional lucrativa. Destarte, não havia incentivo para que acionistas controladores quebrassem o silêncio quanto ao *insider trading*, já que a obtenção dessas informações através do preço contribuiria para a proteção de seus investimentos de forma mais segura.⁵⁶ Da mesma forma, segundo o autor, o silêncio de altos executivos e conselheiros parece confirmar que a comunidade corporativa não tinha motivos para enxergar o *insider trading* como nocivo, senão como um útil mecanismo de governança.

Henry Manne coloca o *insider trading* como um mecanismo, em geral, capaz de mover o preço dos ativos na direção correta, de forma rápida e com poucas negociações por *insiders*. Embora o efeito possa variar conforme alguns fatores, como o tamanho e liquidez do mercado para o ativo, o fato de o *insider trading* não resolver todos os problemas administrativos em relação à informação não é, para o autor, justificativa suficiente para proibir a prática nos casos em que é útil. Assim, a posição do autor se baseia quase que exclusivamente na ideia de que o *insider trading* melhora a eficiência da formação de preços no mercado de capitais, considerando que é um mecanismo que permite transmissão rápida e precisa de

⁵³ *Ibidem*, p. 15.

⁵⁴ HAYEK, Friedrich A. *The Use of Knowledge in Society*. The American Economic Review, v. XXXV, n. 4, p. 519-530, 1945, p. 526, *apud ibidem*, loc. cit.

⁵⁵ MANNE, Henry. *Op. cit.*, p. 18.

⁵⁶ *Ibidem*, p. 18-19.

informação através do preço e uma forma de monitorar o trabalho de administradores e funcionários.

Stephen Bainbridge, por seu turno, contra-argumenta que, apesar de a relação entre *insider trading* e preço ser intuitivamente plausível, o caráter anônimo das transações impessoais em bolsa dificulta a apuração do efeito da prática sobre os preços, tendo em vista o equilíbrio entre oferta e demanda.⁵⁷ À primeira vista, faz perfeito sentido econômico que o aumento da demanda por um ativo enseje a sua valorização, até porque a oferta de ativos financeiros como ações costuma ser inelástica em relação aos preços.⁵⁸ Segundo o autor, contudo, a curva da demanda de uma ação não pode ter como medida de oferta apenas o número total de valores mobiliários da empresa cujos papéis foram objeto de *insider trading*, senão de todos os outros valores mobiliários em mercado com uma combinação similar de retorno esperado e risco sistemático. Esta, portanto, deve ser a real medida da oferta. Segue-se que o trecho da curva de demanda em que se enquadram os *insiders* individuais a negociar deve ser reta ao invés de curvada para baixo.⁵⁹ A isto equivale dizer que, à luz do pequeno número de ativos da empresa emissora (que são negociados por aqueles com acesso à informação privilegiada) frente ao número muito maior de ativos em mercado com a mesma relação entre risco sistêmico e retorno esperado (a correta medida da oferta), a demanda pelo ativo individual é infinitamente elástica em relação ao preço de mercado.⁶⁰ Daí se extrai que a alteração na demanda ocasionada por *insiders* é ínfima, não afetando o preço da forma eficiente como defende Henry Manne.

Prossegue Stephen Bainbridge sustentando que, posto isso, a única forma por meio da qual o *insider trading* poderia afetar os preços seria pelo efeito das negociações derivadamente informadas ("*derivatively informed trading*") a partir de sinalizações do mercado. Contudo, para que haja uma flutuação de preço detectável por outros agentes, um número suficiente destes deve ter conhecimento do *insider trading*, seja através de vazamentos, *tipping* ou simples observação das negociações dos *insiders*.⁶¹ Só então, segundo o autor, poderá o mercado reagir

⁵⁷ BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, p. 67-68.

⁵⁸ SINGER, Paul. *Para entender o mundo financeiro*. São Paulo: Contexto, 2000, p. 64.

⁵⁹ BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, p. 68.

⁶⁰ NUSDEO, Fábio. *Op. cit.*, p. 238-239.

⁶¹ BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, *loc. cit.*

gradualmente em direção ao preço correto. Assim, tal mecanismo tem um funcionamento lento e esporádico, e não eficiente.

2.1.3 Compensação

Outro argumento apresentado por Henry Manne é que o *insider trading* pode ser um elemento integrante de pacotes de compensação executiva mais eficientes. Este é o ponto da argumentação do autor mais fortemente atacado pelos seus opositores. Ele cita pesquisas que apontam que o *insider trading*, entre outros efeitos, cria o incentivo para administradores divulgarem informações prematuramente; permite aos administradores determinarem suas próprias compensações, desfazendo acordos formais prévios; aumenta a tolerância dos administradores em relação a más notícias; e possibilita interferências no fluxo de informações dentro da empresa.⁶²

Não obstante isso, o autor enumera algumas vantagens do *insider trading* em relação a outros tipos de compensação, a exemplo de planos de opções. Para ele, o *insider trading* permite que os *insiders* criem suas próprias recompensas por inovações, quase que imediatamente após elas ocorrerem e sem dano a investidores. Ele cita um clássico texto de Dennis Carlton e Daniel Fischel a favor desta hipótese, em que se toma o *insider trading* como uma possível solução ao dilema do custo de renegociação: o administrador pode alterar sua compensação à luz de novas informações, efetivamente renegociando através de suas transações com valores mobiliários, o que aumenta o seu incentivo para adquirir e desenvolver informações valiosas e para investir em capital humano.⁶³ O incentivo, para Henry Manne, seria imediato e preciso, não se confundindo com variações de preço além das provocadas diretamente pelo trabalho dos administradores.

De qualquer modo, pondera o autor, não segue que investidores a curto prazo e formadores de mercado⁶⁴ não irão sofrer prejuízos quando negociarem com

⁶² MANNE, Henry. *Op. cit.*, p. 5.

⁶³ CARLTON, Dennis W.; FISCHER, Daniel R. *The regulation of insider trading*. Stanford Law Review, v. 35, n. 5, 1985, p. 870-871.

⁶⁴ Formadores de mercado podem ser definidos como participantes do mercado de valores mobiliários que vendem e compram o mesmo ativo sob demanda, com o objetivo de lucrar a partir da diferença entre os preços de compra e venda ("*bid-ask spread*"), provendo liquidez ao mercado no processo. O tipo mais comum de formador de mercado é a corretora de valores (BLOOMENTHAL, Andrew. *Market Maker Definition*. Investopedia, 2020. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/m/marketmaker.asp>>. Acesso em: 15 nov. 2020).

insiders. O prejuízo, contudo, será maior em uma medida negligenciável em relação àquele suportado num mercado sem *insiders*, mas com o mesmo nível de variação de preço e tempo da divulgação da informação.⁶⁵ Indo adiante, o autor reconhece que o *insider trading* não é uma forma perfeita de compensação com incentivos adequados. Em primeiro lugar, porque a informação valiosa pode acabar sendo usada por *insiders* ou mesmo *outsiders* que não contribuíram para sua produção, de maneira que não deveriam ser por ela compensados. Depois, o valor da informação não pode ser medido para corresponder ao valor da contribuição específica de um indivíduo, haja vista a natureza coletiva da empresa. Ademais, o valor da informação, em muitos casos, será uma função da habilidade financeira da pessoa em negociar e avaliar a informação.

Ainda que se aplique a distinção utilizada pelo autor entre meros administradores e empreendedores (“*managers and entrepreneurs*”),⁶⁶ o *insider trading* não pode ser medido *ex ante* como parte de um plano de compensação, até porque não há como se determinar de forma adiantada quem será empreendedor em uma grande empresa.⁶⁷ Logo, o *insider trading* como forma de compensação é uma proposta que se aplica ou para todos ou para ninguém.⁶⁸ Considerando, porém, que esforços de monitoramento pela empresa seriam necessários para diferenciar administradores de empreendedores, o autor indica que cálculos *post hoc* de compensação não poderiam ser evitados – cálculos esses que os proponentes do *insider trading* como compensação propõem evitar com o uso de informação privilegiada em negociações por *insiders*.

Por fim, chama a atenção que Henry Manne admite que tentou formular um desenho geral para um plano de compensação eficiente com *insider trading*, inclusive junto de alunos, mas que, tendo em vista as limitações implicadas pela discussão acima, não logrou êxito. É interessante notar que o autor, na revisão de suas ideias propostas na década de 1960, abandona em larga medida o argumento da compensação.

As objeções de Stephen Bainbridge ao argumento da compensação são as seguintes.⁶⁹ O autor questiona a suposta maior precisão de se medir o valor da

⁶⁵ MANNE, Henry. *Op. cit.*, p. 7.

⁶⁶ O empreendedor é aquele que produz inovações que aumentam o valor da companhia, ao passo que o administrador meramente opera a empresa conforme diretrizes pré-determinadas.

⁶⁷ MANNE, Henry. *Op. cit.*, p. 9.

⁶⁸ *Ibidem*, *loc. cit.*

⁶⁹ BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, p. 68-70.

inovação pelo preço da ação em vez do salário, porquanto os retornos do *insider*, mesmo supondo que o valor da informação esteja corretamente precificado, serão limitados pelo número de ações que ele pode comprar, compensando sua riqueza preexistente e não o efetivo valor de sua contribuição. Ainda que essa dificuldade possa ser superada adotando-se alavancagem de recursos por dívida sem juros e “*non-recourse*”,⁷⁰⁻⁷¹ isso não elimina, para o autor, o problema do possível uso da informação privilegiada por aqueles que não contribuíram para sua produção, dado que os custos de produção são maiores que os de distribuição da informação (“*free-rider problem*”). Ademais, a não limitação das negociações a informações positivas pode produzir incentivos perversos, possibilitando a *insiders* lucrarem mesmo com más notícias que podem diminuir a cotação, por exemplo vendendo a descoberto.⁷² A incerteza acerca dos retornos e dos custos do *insider trading*, para Stephen Bainbridge, enseja uma dificuldade em determinar qual é o esquema mais efetivo no que toca ao custo. Além disso, não se pode olvidar a possibilidade de o *insider* ser avesso ao risco, preferindo um salário certo a um salário menor e uma pequena chance de um grande bônus com *insider trading*.⁷³ A vedação do uso da informação privilegiada em negociações, segundo o autor, acaba beneficiando tanto acionistas quanto o *insider*, que troca os possíveis ganhos com *insider trading* por uma compensação menos incerta.

2.2 Argumentos a favor da regulação

Nossa discussão tem como foco os argumentos econômicos contra e a favor da regulação do *insider trading*. Todavia, Stephen Bainbridge enumera argumentos também não econômicos em sua exposição, sobre os quais brevemente discorreremos a seguir.

⁷⁰ Isto é, uma forma de financiamento em que o devedor não responde pessoalmente caso a dívida não seja paga, visto que esta é garantida exclusivamente por algum bem. Compara-se, no direito brasileiro, ao penhor.

⁷¹ Curiosamente, assumir a possibilidade de financiamento externo para *insiders*, de maneira que seus lucros em negociações com uso de informação privilegiada não ficassem limitados por sua riqueza pessoal, é a premissa adotada por George Dent para demonstrar que *insider trading* legalizado produziria resultados nefastos para os mercados acionários (DENT, George W. *Why Legalized Insider Trading Would Be a Disaster*. Delaware Journal of Corporate Law (DJCL), v. 38, p. 247-273, 2013, p. 248).

⁷² BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, p. 69.

⁷³ *Ibidem*, p. 69-70.

O regime jurídico dos valores mobiliários nos Estados Unidos da América, assim como no Brasil, tem como regra geral a divulgação de informações relevantes ao público investidor. Assim, o autor cita o argumento de que a proibição do *insider trading* é necessária para a efetividade desse sistema, impedindo o abuso do sigilo imposto pelo dever de lealdade para lucro pessoal dos *insiders*. Há que se ter em mente, porém, que o sigilo é tão necessário quanto a divulgação, sendo dois elementos essenciais do sistema. Tanto é assim que, em certas situações, a não divulgação de informações é a única forma de assegurar os legítimos interesses da companhia.

O único efeito que o *insider trading* parece ter sobre o sistema, para Stephen Bainbridge, é em relação ao momento da divulgação ("*timing*"). Não é certo que a prática enseje atraso nas divulgações corporativas. Pelo contrário, a divulgação prematura parece o resultado mais provável.⁷⁴ Não se pode olvidar que a negociação mais eficiente para o *insider* geralmente se dá em curto prazo, a exemplo da compra de uma ação na véspera da divulgação de um fato relevante positivo para a cotação, seguido da venda do papel no dia seguinte.⁷⁵ Além disso, embora afete os interesses da empresa, em violação aos deveres impostos aos administradores, o autor sustenta que apenas a divulgação prematura não atenta contra o sistema, de maneira que não justifica, por si só, uma proibição ampla o suficiente para abranger inclusive agentes *outsiders*, que não têm poder para alterar o *timing* das divulgações.

Quanto ao argumento de que a prática do *insider trading* é inerentemente injusta, o autor entende que não se pode identificar um critério objetivo de justiça, seja como lealdade à companhia, igualdade de acesso à informação entre investidores ou vedação ao dano. De uma forma ou de outra, o argumento de que o *insider trading* é injusto depende de uma subjacente racionalidade econômica, como

⁷⁴ BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, p. 70-71.

⁷⁵ Cite-se trecho do voto-vista do Diretor da CVM Henrique Balduino Machado Moreira, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/2384: "Cum grano salis, a negociação dos ativos adquiridos com uso de informação privilegiada logo após a divulgação do fato relevante seria indício da infração e, por sua vez, a manutenção do papel em carteira seria um contraindício. Isso porque, ordinariamente, o intuito do infrator em obter vantagem econômica com a assimetria informacional é melhor alcançado logo após a oscilação do papel provocado (sic) pela divulgação da informação, que, dada a sua relevância, causa variação do preço do ativo. Dito de outra forma, o 'insider racional' buscaria capitalizar ao máximo a materialidade da informação refletida na oscilação do preço do ativo após a divulgação e antes da completa assimilação pelo mercado, momento a partir do qual a ação seria negociada pelo seu novo preço justo."

a noção do direito de propriedade sobre informação corporativa ou da efetiva existência de danos a investidores advindos da prática.⁷⁶

2.2.1 Dano a investidores

O argumento de que o *insider trading* causa dano monetário a investidores, para Stephen Bainbridge, divide-se em dois pontos principais: (i) as negociações são feitas sob o preço “errado” e (ii) os investidores são induzidos a fazerem uma má negociação.⁷⁷

De acordo com o autor, qualquer dano sofrido por um investidor em semelhante operação é apenas muito parcialmente atribuído a um correspondente ganho de um *insider* contraparte da negociação, uma vez que, em um mercado impessoal de negociações anônimas, como uma bolsa de valores, é meramente fortuito que o *insider* se encontre no outro lado da transação. Em verdade, os ganhos correspondentes aos danos sofridos são apropriados tanto por *insiders* quanto por investidores *outsiders*.⁷⁸ Assim, o dano sequer pode ser individualizado; quando muito, é possível afirmar que, como classe, os investidores estarão menos “remediados” em virtude do lucro obtido pelo *insider*.⁷⁹

Apesar de alguns lucros serem absorvidos por *insiders*, isso por si só não parece, para o autor, suficiente para justificar a regulação da matéria. Em bolsas de valores, o vendedor não tem como saber que está vendendo um papel a um *insider*. Desse modo, caso não fosse um *insider* na outra ponta da operação, o investidor teria vendido da mesma forma.⁸⁰ Por outro lado, mesmo que se possa provar que a decisão econômica da operação teria se alterado com a divulgação da informação privilegiada, Stephen Bainbridge sustenta que o preço da ação estaria acima do normal por conta do *insider trading*, contradizendo o suposto dano. E se um investidor que negociou com um *insider* sofreu dano, como defender que ele tenha sofrido mais dano que outro vendedor contemporâneo do papel? Ademais, por que haveria danos apenas quando o *insider* compra o papel, atuando na contraparte da operação, e não quando qualquer outro *outsider* o faz? O autor entende que o dano

⁷⁶ BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, p. 71.

⁷⁷ *Ibidem*, loc. cit.

⁷⁸ *Ibidem*, 72.

⁷⁹ *Ibidem*, loc. cit.

⁸⁰ *Ibidem*, loc. cit.

do investidor, na realidade, é atribuído à legislação que permite a não divulgação de informações relevantes em certos cenários – descrição em que se enquadra as legislações tanto norte-americana quanto brasileira⁸¹ –, e não ao *insider trading*.

No que toca ao ponto que o *insider trading* induz o investidor a uma má escolha, há que se ter em conta que os efeitos da prática tem baixa magnitude para tanto, uma vez que, como vimos, dependem essencialmente de um mecanismo ineficiente (negociações derivadamente informadas a partir de sinalizações do mercado). Ainda que o efeito fosse perceptível, induzindo alguns investidores a erro, muitas outras negociações transcorreriam independentemente desse efeito, a um preço mais próximo do correto, isto é, aquele que se alcançaria caso a informação privilegiada fosse divulgada.⁸² É necessário, ademais, considerar que há dificuldades em se tomar a classe dos investidores como um todo, já que, nas palavras de Stephen Bainbridge, para cada grupo que vende o papel a um dado preço, outro aguarda para vendê-lo a um preço maior.⁸³

Outro aspecto acerca do argumento de que o *insider trading* causa dano aos investidores, prossegue o autor, diz respeito à confiança destes no mercado de capitais. Argumenta-se com frequência que a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado é prejudicada pela prática, o que enseja danos consideráveis ao mercado. Esta, inclusive, é frequentemente apontada como o bem

⁸¹ Consoante o art. 157, § 5º, da Lei nº 6.404/1976 e o art. 6º da Instrução CVM nº 358/2002.

⁸² BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, p. 73.

⁸³ A diferenciação da classe em diferentes grupos, com interesses, comportamentos e preferências de risco distintos, parece fornecer alguma luz a respeito do efeito do *insider trading* sobre o bem-estar econômico dos investidores. O bem-estar (“*welfare*”) é um termo muito utilizado na literatura especializada para representar a medida de perdas ou ganhos monetários de um dado agente ou grupo de agentes, mensurável pela sua respectiva utilidade. Em um modelo matemático que diferencia investidores em *insiders*, *outsiders* e “investidores de liquidez” (“*liquidity traders*”), estes últimos negociando por razões exógenas, Hayne Leland conclui que os dois últimos grupos sofrem danos quando o *insider trading* é permitido, uma vez que a liquidez do mercado é reduzida e o retorno esperado dos *outsiders*, negociando contra investidores mais bem informados, é menor. Os *insiders* são os mais beneficiados. Todavia, a eficiência e a média dos preços é maior, bem como o investimento real esperado. Sendo altamente sensível o investimento em relação ao preço das ações, haverá um aumento do bem-estar geral, porquanto o benefício da maior eficiência mitigará a perda de bem-estar pelos investidores *outsiders*. Além disso, preços mais eficientes reduzem os riscos incorridos pelos *outsiders*. Por outro lado, caso a sensibilidade seja baixa, o bem-estar geral diminui, pois o benefício da maior eficiência será mitigado pelo bem-estar reduzido dos *outsiders* (LELAND, Hayne E. *Op. cit.*). Já Sudipto Bhattacharya e Giovanna Nicodano, na formulação de outro modelo para o mesmo problema, chegam a conclusão diversa: o *insider trading*, sob certas circunstâncias, tem o condão de melhorar o bem-estar de *outsiders*, haja vista a melhor distribuição de risco entre eles, a qual mais do que compensa os custos incorridos em virtude da seleção adversa (BHATTACHARYA, Sudipto; NICODANO, Giovanna. *Insider Trading, Investment, and Liquidity: A Welfare Analysis*. Journal of Finance, v. LVI, n. 3, p. 1141-1159, jun. 2001). É interessante notar que a divergência entre as conclusões alcançadas pelos modelos se dão, em larga medida, devido aos diferentes pressupostos adotados, a exemplo da distribuição de recompensas (“*payoffs*”) no tocante à informação e das funções de utilidade empregadas.

jurídico protegido pelo regime jurídico do *insider trading* na doutrina e nos precedentes administrativos analisados adiante.⁸⁴ Stephen Bainbridge cita pesquisa que indica que a real fonte de indignação dos investidores para com a prática não é a perda de confiança, senão inveja, sugerindo-se uma falta de confiança na integridade do mercado já de início. Ainda, ele menciona que a performance do mercado acionário estadunidense após os grandes escândalos de *insider trading* dos anos 1980 não indica uma perda de confiança.⁸⁵

No mesmo sentido, Henry Manne não considera robusta a justificativa da SEC para a regulação do *insider trading*, a saber, a tutela da confiança do mercado e, por extensão, da liquidez e do investimento. Para o autor, o argumento tem bastante força na propaganda política contra a prática, mas possui pouco conteúdo econômico ou empírico, tratando-se de uma afirmação quase infalsificável.⁸⁶

Convém, por fim, mencionar o compartilhamento de risco entre os investidores. Para Antonio Bernardo,⁸⁷ preços mais eficientes advindos do *insider trading* reduzem o bem-estar econômico dos investidores pois destroem oportunidades de compartilhamento de riscos, uma vez que a transmissão da incerteza através dos preços ocorre antes que os investidores tenham a chance de negociar para melhor compartilhar os riscos impostos pela informação aos seus investimentos. Doutra banda, Sudipto Bhattacharya e Giovanna Nicodano, em já citado estudo, contrapõem que o *insider trading*, em virtude da maior eficiência dos preços, pode melhorar o compartilhamento de riscos em certas circunstâncias, aumentando o bem-estar econômico e compensando as perdas relativas à seleção adversa.⁸⁸

2.2.2 Danos à companhia emissora

Outro argumento a favor da regulação do *insider trading* levantado por Stephen Bainbridge é que a prática pode causar danos à empresa emissora do papel negociado, sob determinadas condições. De início, há que se tomar em

⁸⁴ Cite-se, como exemplo, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/5039, de relatoria do Diretor Gustavo Machado Gonzalez.

⁸⁵ BAINBRIDGE, Stephen. *Op. cit.*, p. 73-74.

⁸⁶ MANNE, Henry. *Op. cit.*, p. 2.

⁸⁷ BERNARDO, Antonio. *Contractual restrictions on insider trading: a welfare analysis*. *Economic Theory*, v. 18, p. 7-35, 2001, p. 24.

⁸⁸ BHATTACHARYA, Sudipto; NICODANO, Giovanna. *Op. cit.*, p. 1155.

consideração que a informação, ao contrário de bens materiais, pode ser utilizada por mais de uma pessoa sem necessariamente perder o seu valor.⁸⁹ O *insider trading*, como referimos acima, pode ter efeitos sobre o *timing* da divulgação de informações relevantes. Isto porque a transmissão de informações pela estrutura corporativa até um nível hierárquico em que uma decisão possa ser tomada pode ser atrasada em benefício do *insider*, obstruindo as funções dos administradores e aumentando o risco do vazamento da informação a *outsiders*.⁹⁰ As evidências, contudo, apontam no sentido contrário, haja vista o tempo mínimo necessário para se fazer uma negociação nos modernos mercados secundários. O autor utiliza o exemplo de uma ligação de cinco minutos para um corretor, porém na atualidade esse tempo é ainda menor, dado o difundido uso de tecnologias de *home broker*. O “atraso” necessário para que o *insider* efetue uma negociação com essas novas tecnologias é, sem nenhum exagero, de apenas alguns segundos, sendo o momento da operação limitado apenas pelos horários de abertura e fechamento do pregão. Ainda que assim não fosse, qualquer atraso em transmitir informações ou realizar uma função é frequentemente detectado pela supervisão da empresa com facilidade.⁹¹ Por outro lado, o *insider trading* pode criar incentivos para que a informação seja divulgada prematuramente, conforme referimos acima.

A atuação de *insiders* visando lucros com negociações pode afetar planos corporativos de várias formas, como no caso de divulgação prematura de uma oferta de aquisição pública, mudanças no pagamento de dividendos, estratégias de contabilidade etc., todas condutas tendentes a afetar o preço das ações de forma a maximizar o lucro das operações indevidas. Decisões desse tipo têm o condão de afetar a companhia e seus acionistas, promovendo a ineficiência na alocação de recursos ao incentivar superinvestimento em indústrias e atividades com mais oportunidades para *insider trading*.⁹² Ainda, segundo Stephen Bainbridge, o *insider trading* pode ocasionar danos à reputação da companhia emissora do papel negociado com uso de informação privilegiada, desgastando a relação com acionistas e a visão do público sobre o valor da empresa, o que pode ser percebido pelo aumento do custo de capital.⁹³ No entanto, o autor pontua que este argumento

⁸⁹ BAINBRIDGE, Stephen. *Op cit.*, p. 75.

⁹⁰ *Ibidem*, p. 75-76.

⁹¹ *Ibidem*, p. 76.

⁹² *Ibidem*, p. 77.

⁹³ Em suma, o custo de capital pode ser definido como o retorno necessário para que uma empresa assuma um projeto. As decisões de investimento de uma companhia em novos projetos deve sempre

tem como premissa essencial o suposto fato de que o *insider trading* causa danos ao acionista investidor, o que, como vimos, dificilmente se sustenta.

Convém ainda citar um estudo empírico realizado por Robert T. Masson e Ananth Madhavan⁹⁴ em relação ao efeito do *insider trading* no valor da companhia. Os dados analisados consistem numa amostra detalhada de negociações pelos mais altos (três a cinco) executivos de trinta e nove companhias em três indústrias (aeroespacia, química e eletrônica), compreendendo o período entre 1946 e 1968. Os pesquisadores estabelecem uma diferença entre propriedade (*ownership*)⁹⁵ e negociações (*trading*) de ações pelos executivos. Com isso, os autores demonstram que o *insider trading*, mesmo nas situações em que aumenta o valor da companhia, tem efeitos deletérios na margem. Por outro lado, os resultados também apontam que maior propriedade de ações titularizada por executivos tem o condão de aumentar o valor da companhia, que tenderá a operar mais eficientemente.

2.2.3 Dano ao mercado

Alguns estudos indicam outros possíveis danos ao mercado em geral advindos do *insider trading*, operando como mais argumentos a favor da proibição da prática. Apenas para melhor ilustrar os danos ao mercado ocasionados pela prática, especialmente no que toca à liquidez, citaremos um estudo empírico nesse sentido.

Em pesquisa sobre o mercado acionário de Hong Kong, Louis Cheng, Michael Firth, T. Y. Leung e Oliver Rui⁹⁶ demonstram que a ocorrência de *insider trading*, na amostra analisada, apresentou uma relação inversamente proporcional com a liquidez do mercado. No estudo, a liquidez é mensurada em seus aspectos de preço (*spread*) e quantidade (*depth*). Enquanto a primeira medida define o custo das negociações, a segunda captura os impactos do volume e os montantes

gerar um retorno superior ao custo do capital empregado, sob pena de não gerar retorno para investidores. Para estes, o custo de capital é o mínimo retorno esperado pelo fornecimento de capital à companhia, servindo como medida para o quanto a empresa precisa oferecer para captar novos fundos junto ao mercado (KENTON, Will. *Cost of Capital Definition*. Investopedia, 2021. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/c/costofcapital.asp>>. Acesso em: 10 jan. 2021).

⁹⁴ MADHAVAN, Ananth; MASSON, Robert T. *Insider Trading and the Value of the Firm*. The Journal of Industrial Economics, v. 39, n. 4, p. 333-353, jun. 1991.

⁹⁵ A propriedade é tomada como a manutenção das ações em carteira durante todo o período (*Ibidem*, p. 337).

⁹⁶ CHENG, Louis; FIRTH, Michael; Leung, T. Y.; RUI, Oliver. *Op. cit.*, p. 481.

monetários das negociações. Vale dizer que maiores volume de negociações e valor monetário estão associados com mais liquidez.

Após analisar informações intradiárias sobre ações ordinárias de companhias abertas (preço de compra, preço de venda, preço a mercado, volume de negociações etc.), bem como registros de negociações por *insiders* corporativos num período de trinta e cinco meses entre maio de 1996 e abril de 2000, os pesquisadores concluíram que o *insider trading* é inversamente proporcional à dimensão de quantidade e diretamente proporcional à dimensão de preço da liquidez. Em outras palavras, o *insider trading* afeta negativamente a liquidez do mercado, diminuindo as negociações e aumentando os seus custos.⁹⁷ Ademais, eles demonstram que o aumento do custo de liquidez devido ao *insider trading* é significativo mesmo descontando os efeitos do volume, do preço e da volatilidade. Ainda, os autores registraram que quanto maior a intensidade do *insider trading*, maior os efeitos nos custos de liquidez.

Referimos acima o problema conhecido como seleção adversa. Já restou esclarecido que se cuida de uma situação em que há uma assimetria informacional entre agentes que negociam em mercado. Para o mercado de valores mobiliários, o fenômeno da seleção adversa é observado pelo aumento do custo de negociar dos formadores de mercado e provedores de liquidez, que sistematicamente sofrem prejuízos em negociações com *insiders*.⁹⁸ Ocorre que esse custo é repassado a todos os investidores por meio do aumento do *spread* entre os preços de compra e de venda dos valores mobiliários ("*bid-ask spread*"), configurando o chamado "tributo do *insider trading*".⁹⁹ Henry Manne, porém, minimiza esse problema como mais presente no mundo teórico da literatura financeira do que no mercado real. O estudo do mercado acionário de Hong Kong, embora represente uma evidência pontual, é um exemplo que demonstra na prática a seleção adversa ocasionada pelo *insider trading*.

2.3 Bem jurídico

Nas páginas acima, discorreremos brevemente acerca dos potenciais benefícios e malefícios econômicos da prática do *insider trading*, consubstanciados

⁹⁷ Nesse mesmo sentido, LELAND, Hayne, *Op. cit.*, p. 883.

⁹⁸ MANNE, Henry. *Op. cit.*, p. 2-3.

⁹⁹ *Ibidem*, p. 3.

em argumentos a favor e contrários à sua proibição. O fato é, entretanto, que a conduta é criminalizada no Brasil e na maior parte do mundo, de maneira que impende investigar qual é o bem jurídico protegido pela norma que veda o *insider trading*. Antes, contudo, teceremos algumas considerações mais gerais acerca da regulação da conduta.

2.3.1 A regulação do mercado de valores mobiliários

Uma das linhas da literatura econômica críticas ao neoclassicismo,¹⁰⁰ apesar de não colocar em questão os pressupostos neoclássicos, critica o modelo na identificação das imperfeições do mercado. Esses estudiosos não visam rechaçar o modelo de mercado ou o método de análise neoclássico, senão identificar falhas a nível macro ou microeconômico para que sejam eliminadas ou mitigadas.¹⁰¹ Nesse sentido, já citamos a assimetria informacional entre os agentes de mercado (falha de transparência), cabendo também trazer à baila, apenas a título ilustrativo, a rigidez de fatores (falha de mobilidade), a concentração econômica (falha de estrutura), as externalidades (falha de sinalização), os bens coletivos (falha de incentivo) e os custos de transação (falha analítica e institucional).¹⁰²

Nesta linha de pensamento, o Estado é introduzido na economia para eliminar ou mitigar embaraços à operacionalidade do sistema de mercado. Este mero controle da inoperância é a posição ocupada pelo Estado no capitalismo regulamentar, ou neoliberalismo.¹⁰³ Ocorre que, na atualidade, o Estado é chamado a ocupar um papel mais participativo, atuando como um normatizador das relações econômicas:

(...) a presença do poder público na economia não mais se justifica apenas como saneadora das falhas do mercado, tendo o estado avocado, para si, o papel de formulador e executor de políticas tendentes a orientar o

¹⁰⁰ A teoria econômica neoclássica, que deu novo vigor às doutrinas econômicas liberais clássicas, foi o pensamento dominante no ambiente acadêmico e ortodoxo do final do século XIX às primeiras décadas do século XX. Em linhas gerais, a doutrina liberal clássica tomava o homem como movido por motivações egoístas, as quais a “mão invisível do mercado”, no dizer de Adam Smith, seria capaz de canalizar para atividades de maior utilidade social. Nesse desenho, competia ao Estado exclusivamente assumir funções que respaldassem e incentivassem as atividades lucrativas (HUNT, E. K.; SHERMAN, Howard J. *História do pensamento econômico*. 26. ed. Trad. Jaime Larry Benchimol. Rio de Janeiro: Vozes, 2013, p. 77-78, 126 e 212).

¹⁰¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. São Paulo: Malheiros, 2001, p. 30.

¹⁰² NUSDEO, Fábio. *Op. cit.*, p. 139-167.

¹⁰³ *Ibidem*, p. 167-168.

desempenho total do sistema para metas específicas, harmonizadas, ao menos em tese, com interesses e aspirações sociais (PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 153).

O chamado sistema econômico de iniciativa dual passa a ditar a participação do Estado na economia, a partir do momento em que as constituições nacionais ultrapassam as fronteiras das meras garantias individuais e da organização do sistema estatal, consoante o paradigma liberal clássico, para abrangerem direitos econômicos e sociais, no paradigma programático.¹⁰⁴

A hierarquização dos valores constantes no art. 1º da Constituição Federal reflete a ideologia social democrata da Carta. Nessa escala de valores, em que a soberania, a cidadania, a dignidade da pessoa humana, os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa, e o pluralismo político se sobrepõem a todos os demais, a República Federativa do Brasil assoma como um Estado de Direito Social.¹⁰⁵ Nesse espírito, o Estado intervém na economia como agente normativo e regulador para preservar o modelo capitalista, colocando-o a serviço dos interesses sociais.¹⁰⁶ Afinal, a propriedade tem uma função social a ser cumprida, sendo o seu exercício condicionado à finalidade constitucional. Há que se esclarecer, no entanto, até que ponto o constituinte autorizou a intervenção estatal na economia.

Valendo-se das lições de José Joaquim Gomes Canotilho, José Marcelo Martins Proença classifica a Constituição Federal de 1988 como “constituição diretiva”. Em suma, ao contrário das constituições estatutárias, que se limitam à harmonização de conflitos e à legitimação do poder, as constituições diretas “passam a atuar como instrumentos de implementação de políticas públicas.”¹⁰⁷ Para José Marcelo Martins Proença, a atuação do Estado no campo econômico adquire a forma de política pública econômica, cujos objetivos corporificam aspirações sociais ou, em outras palavras, bens coletivos. São muitos os objetivos da política econômica do Estado, mas o alvo primeiro da regulação estatal da economia é a promoção da igualdade material, efetiva, mais que meramente formal, entre os agentes da economia.¹⁰⁸

¹⁰⁴ *Ibidem*, p. 155.

¹⁰⁵ *Ibidem*, p. 185.

¹⁰⁶ *Ibidem*, p. 153.

¹⁰⁷ *Ibidem*, p. 190.

¹⁰⁸ *Ibidem*, p. 169.

Na Carta Cidadã, a ordem econômica figura como “dever ser”,¹⁰⁹ carecendo de maior disciplina legal e regulamentação. O art. 170 dispõe que a ordem econômica é – ou melhor, deve ser (estar) – fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, objetivando assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social. Para a concretização deste “dever ser”, devem ser observados uma série de princípios, entre eles a propriedade privada com função social e a redução de desigualdades regionais e sociais.

Reputada um valor social fundante da República e da ordem econômica, conforme a disciplina dos arts. 1º, inciso IV, e 170, *caput*, a livre iniciativa, que pode ser entendida como “faculdade de criar e explorar uma atividade econômica e, sobretudo, como rejeição da atividade econômica estatal”, não é absoluta, só podendo ser exercida em função de seu valor social.¹¹⁰ Ademais, ela está submetida ao princípio da livre concorrência, consoante o art. 170, inciso IV. Nesse sentido, a livre concorrência legitima a livre iniciativa com a presunção de que esta beneficia a coletividade, configurando a tutela daquela como um limite negativo a esta.¹¹¹ A concorrência, assim, não é um fim em si mesma,¹¹² senão um instrumento para alcançar o fim da ordem econômica, insculpido no *caput* do art. 170: “assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social”.

Além disso, a Constituição Federal impôs ao Poder Legislativo o dever de editar normas para concretizar os objetivos da República, dentre os quais o desenvolvimento nacional, condicionado ao desenvolvimento econômico. O mercado de capitais, enquanto integrante do Sistema Financeiro Nacional, é estruturado de maneira a promover o desenvolvimento equilibrado do País e servir aos interesses da coletividade, nos termos do art. 192. Este mercado, conforme os imperativos constitucionais, cumpre uma função essencial no financiamento do desenvolvimento nacional (possibilita o investimento do público investidor em títulos públicos, financiando a dívida pública) e econômico (permite o investimento do público investidor em ações e outros títulos mobiliários privados, financiando a iniciativa privada), sendo esta sua precípua utilidade social.¹¹³ Em linhas gerais, cuida-se da função de aproximar a poupança popular do investimento produtivo,

¹⁰⁹ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 1998, p. 49, *apud ibidem*, p. 191.

¹¹⁰ *Ibidem*, p. 112.

¹¹¹ *Ibidem*, p. 113.

¹¹² *Ibidem*, *loc. cit.*

¹¹³ *Ibidem*, p. 194.

fornecendo instrumentos às empresas e ao Estado para que atendam às “exigências impostas pela necessidade do seu desenvolvimento”.¹¹⁴ Verifica-se, portanto, que a regulação do mercado de valores mobiliários, longe de ser questão meramente econômica, comporta também importante interesse público.

A regulação desempenha ainda relevante função no que toca à tutela da informação. No sistema de mercado, cabe às empresas, no intento de captar recursos, expor publicamente os seus projetos de desenvolvimento e informações sobre suas operações. Uma maior publicidade reduz os riscos à economia.¹¹⁵ Com efeito, segundo José Marcelo Martins Proença, quanto mais informação disponível, melhor será a análise dos projetos; em um mercado competitivo com vários participantes, ampliam-se as chances de projetos mais bem fundamentados obterem financiamento. No caso de projetos com maior chance de fracasso, a transparência das informações dilui o risco entre os participantes, reduzindo assim o risco sistêmico como um todo.¹¹⁶

Os objetivos da regulação do mercado de capitais não visam senão possibilitar que este mercado desempenhe a sua função social constitucionalmente desenhada. Para tanto, deve a regulação atuar para garantir a eficiência na precificação dos títulos negociados, assegurando a disponibilidade simultânea das informações relevantes a todos os investidores e, conseqüentemente, a incorporação dessas informações ao preço dos ativos. Em outras palavras, trata-se de possibilitar a pronta circulação de informações para que os investidores tomem decisões econômicas conscientes, promovendo a igualdade de condições entre os agentes.¹¹⁷ A tutela desses agentes pressupõe a garantia da equidade entre eles, mediante uma regulação eficaz que proteja todas as partes da cadeia negocial, animando a confiança e a ética do mercado.¹¹⁸

Outros objetivos se mostram fundamentais para a regulação do mercado de capitais: redução dos custos de transação, manutenção da equidade nas relações dos intermediários com seus clientes, prevenção de conflitos de interesse, atração da confiança do público investidor, desincentivo da concentração do poder

¹¹⁴ MAGALHÃES, Roberto Barcellos de. *Lei das S.A.: comentários por artigo*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1997, v. 1, p. 4, *apud ibidem*, p. 195.

¹¹⁵ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 165.

¹¹⁶ *Ibidem*, *loc. cit.*

¹¹⁷ *Ibidem*, p. 181.

¹¹⁸ *Ibidem*, p. 167.

econômico e incentivo do mercado através de uma política fiscal apropriada, especialmente em países em desenvolvimento.¹¹⁹

2.3.2 A regulação do *insider trading*

As considerações acima abordam a regulação do mercado de capitais de forma geral, de modo que impende a especificação da discussão à disciplina do *insider trading*.

Neste momento, revela-se fundamental esclarecer os pressupostos do presente trabalho acerca da criminalização da prática. Como já mencionamos, nosso objetivo é apurar a forma como se prova o *insider trading* secundário no âmbito administrativo, haja vista a ausência de condenações penais em segunda e superior instâncias junto ao Poder Judiciário. Nesse sentido, cremos importante a adoção da premissa de que a criminalização da prática é adequada, constituindo um eficaz instrumento de prevenção e combate. Afinal, nosso objetivo é entender o sistema de produção de provas do uso indevido de informações privilegiadas por *insiders* secundários, de maneira a contribuir para o debate acerca da recente criminalização da prática com a simplificação do tipo objetivo do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. Posto isso, devemos primeiro esclarecer o marco teórico assumido em relação ao Direito Penal e, em seguida, justificar a criminalização identificando o bem jurídico protegido.

O marco teórico adotado foi o mesmo assumido por Guilherme Brenner Lucchesi em investigação acerca do objeto da tutela penal do delito em análise.¹²⁰ Em linhas gerais, o autor define a função do Direito Penal como um sistema de garantias do cidadão frente ao poder punitivo do Estado. A partir de princípios constitucionais que fundamentam um Estado Democrático de Direito (legalidade, culpabilidade, lesividade, proporcionalidade, humanidade, responsabilidade penal pessoal etc.), o Direito Penal limita a criação de delitos e a imposição de penas.¹²¹ A teoria do delito, prossegue o autor, fornece os requisitos para o crime e para a imposição da pena: tipo de injusto, ação ou omissão, tipicidade e antijuridicidade, e culpabilidade do autor. Enquanto sistema de garantias, não tem o Direito Penal as

¹¹⁹ EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, *apud ibidem*, p. 167-168.

¹²⁰ LUCCHESI, Guilherme Brenner. *Op. cit.*, p. 2-4.

¹²¹ *Ibidem*, p. 2.

finalidades de apaziguar os ânimos sociais, defender a ideologia dominante, legitimar a imposição de sanções penais pelo Estado, manter em sua posição as classes dominantes, sancionar sujeitos em virtude de sua subjetividade ou criminalizar condutas inconvenientes ao legislador.¹²²

Quanto à função da pena em si, o autor se alinha à visão de Claus Roxin, para quem a pena protege bens jurídicos relevantes. Cuida-se da prevenção geral positiva, visando a pena:

(...) garantir a seus cidadãos uma existência pacífica, livre e socialmente segura, sempre e quando estas metas não possam ser alcançadas com outras medidas político-sociais que afetem em menor medida a liberdade dos cidadãos (ROXIN, Claus. *A proteção de bens jurídicos como função do direito penal*. Org. e Trad. André Luís Callegari e Nereu José Giacomolli. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2006, p. 16, *apud* LUCCHESI, Guilherme Brenner. *Op. cit.*, p. 12).

Dessa maneira, segundo o autor, o Direito Penal se mostra válido para a proteção de bens jurídicos constitucionalmente apontados como merecedores de sua tutela, a exemplo da vida, a integridade física, a liberdade e o patrimônio. Enfim, a proteção subsidiária e fragmentária de bens jurídicos legitima a imposição da pena.

Entende-se, portanto, que a pena protege bens jurídicos relevantes; mas como se conceitua o bem jurídico? Novamente, valemo-nos do conceito fornecido por Claus Roxin, segundo quem os bens jurídicos são:

(...) circunstâncias reais dadas ou finalidades necessárias para uma vida segura e livre, que garanta todos os direitos humanos e civis de cada um na sociedade ou para o funcionamento de um sistema estatal que se baseia nestes objetivos (*Ibidem*, p. 18-19, *apud* LUCCHESI, Guilherme Brenner. *Op. cit.*, p. 3).

Guilherme Brenner Lucchesi pontua que a noção de bem jurídico é fundamental para a construção de um Direito Penal democrático, operando tanto como critério de criminalização de condutas como o próprio objeto da proteção penal.

Como critério de criminalização de condutas, o bem jurídico constitui “elemento essencial para a comunidade ou indivíduos, cuja importância justifica atuação punitiva do Estado em situações tidas como lesivas a importantes esferas da vida privada ou coletiva.”¹²³ Nesse sentido, conforme o autor, ele evita a

¹²² *Ibidem*, p. 2-3.

¹²³ LUCCHESI, Guilherme Brenner. *Op. cit.*, p. 3

intervenção abusiva do Direito Penal para a defesa de interesses políticos e a manutenção do poder. A criminalização de uma conduta pressupõe a tutela de valores reconhecidos explícita ou implicitamente na Constituição Federal como relevantes.¹²⁴ Trata-se de uma tutela subsidiária de bens jurídicos que tenham relevância social suficiente para justificar a *ultima ratio* do Direito Penal, ausentes outras formas de evitar a conduta. Consequentemente, para o autor, meros atentados contra a moral não ferem bens jurídicos relevantes, sejam eles individuais (liberdade e segurança dos cidadãos), sejam eles sociais ou coletivos (adequado funcionamento do aparelho estatal com o objetivo de garantir liberdade e segurança). É necessário que a conduta cause lesão ou perigo a esses bens para que seja criminalizada.

Enquanto objeto de proteção penal, nos termos colocados por Guilherme Brenner Lucchesi, o bem jurídico deve ser constitucionalmente apontado, sendo essencial para a existência de uma sociedade plural e organizada. São bens jurídicos concretos, o que garante o viés democrático da mínima criminalização de condutas. Não poderia ser de outra maneira, porquanto a proteção do Direito Penal aos bens jurídicos deve ser fragmentária, uma proteção parcial a apenas alguns bens jurídicos constitucionalmente relevantes.¹²⁵ Sendo assim, conclui o autor, o tipo penal não protege o Estado em si, a reprodução autopoiética do Direito Penal na reafirmação da validade da norma nem a vontade do poder ou de expectativas normativas.

O ordenamento jurídico brasileiro qualifica o *insider trading* como ilícito nas searas administrativa, civil e penal. Sua fiscalização, prevenção e combate são realizados no âmbito da regulação do mercado de capitais. Ao se abordar a questão do bem jurídico tutelado pelas normas que vedam a prática, convém ter em mente que cada esfera jurídica opera de forma única, visando proteger circunstâncias e finalidades diversas.

A repressão administrativa do ilícito se dá em função:

(...) do especial interesse direto do Estado (do interesse público¹⁶ no sentido de Administração Pública, representada pela Comissão de Valores Mobiliários que regulamenta e fiscaliza esse mercado) na manutenção de

¹²⁴ SALOMÃO, Heloisa Estellita. *A tutela penal e as obrigações tributárias na Constituição Federal*. São Paulo: Ed. RT, 2001. p. 83, *apud ibidem*, loc. cit.

¹²⁵ ROXIN, C. *Derecho penal: parte general*. Trad. da 2. ed. alemã de Diego-Manuel Luzón Pena, Miguel Diaz y García Conlledo e Javier de Vicente Remesal. Madrid: Civitas, 1997, p. 65, *apud* LUCCHESI, Guilherme Brenner. *Op. cit.*, p. 3-4.

um mercado de capitais confiável e transparente (MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. *Efetividade da repressão ao insider trading*. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 149-176, maio/jun. 2014, não paginado).

No que toca à reparação civil:

(...) protegem-se os interesses particulares dos investidores diretamente afetados pela conduta do *insider trading*, ou seja, visa-se a reparar os danos sofridos por quem efetivamente negociou títulos mobiliários com o *insider* desconhecendo a informação privilegiada (*Ibidem*, não paginado).

A criminalização do *insider trading*, assim como a vedação da conduta nas outras esferas, pressupõe a tutela de bens jurídicos atinentes à ordem econômica. A conduta pode ser enquadrada no conceito de criminalidade socioeconômica, ou então “delinquência de colarinho branco”, consoante a clássica lição de Edwin Sutherland.¹²⁶ O tipo penal do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 integra, nesse sentido, o chamado Direito Penal Econômico, conforme tirocínio de José Marcelo Martins Proença:

Tutelando bens jurídicos de natureza econômica, ao invés, as normas penais, sancionadoras das condutas infratoras das regras pertinentes ao funcionamento do mercado de capitais, instalam-se no campo do direito penal econômico (PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 308).

Este sub-ramo do Direito visa a tutela de:

(...) bens difusos ou supra-individuais (sic), cujas características são as de que neles não se identifica uma vítima definida, nem se tem uma conduta concreta a verificar-se, que seja capaz de causar um dano ou perigo de dano concreto, servido-se (sic) o legislador, em hipóteses tais, e ultimamente com desmedido abuso e escassez de critérios, da construção de tipos de perigo abstrato, exagerando na edição de normas penais em branco e carregadas de cláusulas gerais (CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, p. 37-38).

Bens jurídicos supraindividuais são definidos, por João Carlos Castellar, como: “aqueles mais genéricos e elementares, que visam proteger não a um bem

¹²⁶ Cite-se, em tradução nossa: “Crime do colarinho branco pode ser aproximadamente definido como um crime cometido por uma pessoa com respeitabilidade e elevado status social no exercício de sua atividade profissional. Consequentemente ficam excluídos muitos crimes da classe alta como a maior parte dos casos de homicídio, intoxicação ou adultério, já que não fazem parte de seus procedimentos ocupacionais. Outrossim, ficam excluídos os jogos de confiança de membros abastados do submundo, já que não são pessoas de respeitabilidade ou elevado status social.” Vale destacar que o autor utilizou o termo para se referir, principalmente, a gerentes e administradores (SUTHERLAND, Edwin. *White collar crime*. Binghamton: Vail-Ballou Press, 1983, p. 7), tendo em vista que tal tipo de crime implica, normalmente, a “violação de confiança delegada ou implícita”, também em tradução nossa (*Idem*. *White-Collar Criminality*. American Sociological Review, v. 5, n. 1, p. 1-12, 1940, p. 3).

individual, nem a um bem pertencente a todos, mas a um bem que pertença a um grupamento de indivíduos.”¹²⁷

Se, de um lado, os bens jurídicos gerais pertencem à “generalidade das pessoas que se integram na comunidade social”, os bens jurídicos difusos “afetam a totalidade das pessoas.”¹²⁸ Ainda, cabe diferenciar os bens jurídicos em imediatos e mediatos. Os mediatos são:

(...) aqueles que se incorporam ao tipo de injusto de determinada infração criminosa, no sentido de que sua vulneração (lesão ou colocação em perigo) parte da ação do sujeito ativo e se funda como um elemento implícito indispensável da parte objetiva de qualquer tipo (*Ibidem, loc. cit.*).

Já os mediatos são definidos como:

(...) aqueles cuja vulneração não aparece incorporada ao tipo de injusto da infração correspondente e, por isso, o intérprete não tem porque acreditar que no caso concreto se produziu uma lesão ou colocação em perigo de dito bem, nem tem porque exigir que o dolo ou a imprudência do autor venham referidos a ele (*Ibidem, p. 39*).

Assim, os delitos socioeconômicos, dentre os quais o *insider trading*, protegem bens jurídicos de natureza econômica, de caráter coletivo e supraindividual, o que os difere dos delitos tradicionais orientados a tutelar, entre outros, o patrimônio individual. De todo modo, a família delitiva é regida pelos mesmos princípios do Direito Penal, sendo vocacionada à exclusiva proteção de bens jurídicos (interesses socioeconômicos supraindividuais).¹²⁹ Em sentido estrito, é possível definir delito socioeconômico como “a infração jurídico penal (sic) que lesiona ou põe em perigo a ordem econômica entendida como a regulação jurídica do intervencionismo estatal na economia”.¹³⁰ Em sentido amplo, entende-se Direito Penal Econômico como o “conjunto de normas jurídico-penais que protegem a ordem econômica entendida como regulação jurídica da produção, distribuição e consumo de bens e serviços”.¹³¹

Para João Carlos Castellar, tais delitos têm inspiração direta nas normativas sancionadoras da CVM, configurando versão mais gravosa das infrações administrativas. Desse modo, para o autor, há entre um crime socioeconômico e uma infração administrativa tão somente um limite quantitativo relativo à gravidade

¹²⁷ *Ibidem*, p. 38.

¹²⁸ *Ibidem, loc. cit.*

¹²⁹ *Ibidem*, p. 17.

¹³⁰ BAJO, Miguel; BACIGALUPO, Silvina. *Derecho Penal Económico*. Madrid: Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, 2001, p. 11-15, *apud ibidem*, p. 18.

¹³¹ *Ibidem, loc. cit., apud CASTELLAR, João Carlos. Op. cit., loc. cit.*

da infração.¹³² Nesse sentido, o poder administrativo sancionador da CVM integra um *ius puniendi* genérico do Estado, junto do Direito Penal. Citando Arnoldo Wald, o autor sustenta que grande parte da doutrina brasileira compartilha dessa opinião, havendo consenso em torno da ideia de que as normas de Direito Penal Econômico devem ser vinculadas e condicionadas às definições e conceitos da legislação administrativa, seja pela boa técnica jurídica e uso das terminologias consagradas, seja pela coerência do sistema, a segurança jurídica e a moralidade administrativa.¹³³

Quanto ao Direito Administrativo Sancionador de forma específica, João Carlos Castellar ressalta que o princípio da reserva legal não se aplica estritamente nesta seara, não havendo exigência constitucional de previsão anterior das infrações administrativas. Assim, fica “ao alvedrio da administração o estabelecimento dos ilícitos e das penas a que sujeitará os seus administrados”,¹³⁴ o que se mostra para o autor como temerário para a apuração e o julgamento das infrações administrativas, haja vista a flexibilização de garantias constitucionais asseguradas no processo penal, a exemplo da adoção do princípio da convicção íntima, e não do livre convencimento motivado, para fins de convencimento do julgador. Ainda que prevaleça o princípio da inafastabilidade do controle jurisdicional, nos moldes do art. 5º, inciso XXXV, da Constituição Federal, a imposição de penas administrativas pode ocasionar danos irreversíveis, sem possível reparação efetiva em virtude do decurso do tempo até a prolação da decisão judicial revertendo a condenação administrativa.¹³⁵

Conforme vislumbrado acima, o autor entende pela impossibilidade de se diferenciar a Justiça e a Administração, integrando ambas um único poder punitivo do Estado. Segundo esta perspectiva, a distinção entre injusto penal e injusto administrativo diz respeito apenas ao órgão do Estado que aplica a sanção, uma vez que a finalidade de ambas as cominações é punir a violação ao ordenamento jurídico. A sanção penal, em virtude do princípio da subsidiariedade, apenas caberia para as perturbações sociais insuportáveis. Partilhando desta posição, Miguel Bajo

¹³² Esta é a premissa que leva o autor a concluir que a sanção pecuniária do tipo penal do *insider trading* constitui *bis in idem* junto à sanção administrativo-disciplinar (*Ibidem*, p. 33-35).

¹³³ WALD, Arnoldo. *Da interpretação da Lei nº 7.492/86 e das suas eventuais consequências em relação às operações das empresas de arrendamento mercantil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 713, 1995, p. 53 e ss, *apud ibidem*, p. 22.

¹³⁴ CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, *loc. cit.*

¹³⁵ *Ibidem*, p. 23.

e Silvina Bacigalupo indicam que a distinção entre bens jurídicos e bens administrativos não é suficientemente clara, sendo certo, contudo, que tanto o injusto administrativo quanto o penal ferem bens jurídicos.¹³⁶ Além disso, para estes autores, alguns interesses administrativos, haja vista sua potencialidade lesiva, atingem um nível tal de intolerabilidade que acaba por convertê-los em bens jurídicos protegidos pelo Direito Penal.

Para José Marcelo Martins Proença, a mera aplicação de sanções administrativas se mostrou incapaz de inibir as condutas infratoras das regras de funcionamento do mercado de capitais, de maneira que a aplicação do “mal menor” da criminalização, no dizer de Nelson Hungria, é adequado em virtude do mal maior do potencial lesivo da prática.¹³⁷ Em outras palavras, a criminalização dessas condutas “não se mostra em descompasso com a nossa ordem jurídica (nem, tampouco, com o direito comparado, como visto), mostrando-se, ao contrário, bastante oportuna.”¹³⁸ Seria, portanto, um passo importante tomado, visto que “acarretando para o potencial criminoso do colarinho branco a reprovação social, porque estigmatizante, a sanção penal, esta sim por ele temida, forçosamente o desestimula a concretizar os seus intentos gananciosos.”¹³⁹⁻¹⁴⁰

Em que pese o autor estar se referindo ao tipo penal em sua formulação original, que abrangia apenas a conduta de *insiders* primários, a narrativa de que a prática enseja danos ao mercado indica que o *insider trading* secundário acarreta os mesmos danos,¹⁴¹ não havendo, em tese, motivo para enxergar diferentes bens jurídicos a serem protegidos, até porque ambas as condutas se encontram previstas no mesmo tipo penal.¹⁴² A visão de José Marcelo Martins Proença, ainda, indica que

¹³⁶ BAJO, Miguel; BACIGALUPO, Silvina. *Op. cit.*, p. 78, *apud ibidem*, p. 25.

¹³⁷ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 317.

¹³⁸ *Ibidem*, p. 312.

¹³⁹ *Ibidem*, p. 318.

¹⁴⁰ A prevenção especial é aparentemente mais fácil de ser alcançada no Direito Penal Econômico em virtude da maior relevância adquirida pela estigmatização, tomando em consideração a importância da confiança e da lealdade no âmbito da administração de companhias abertas (CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, p. 51).

¹⁴¹ Afinal, a situação de assimetria informacional é a mesma, não obstante a ausência de violação direta ao dever de manter o sigilo da informação.

¹⁴² Em sentido diverso, Marcus de Freitas Gouvêa defende que o verdadeiro núcleo da vedação penal ao *insider trading* é o dever de lealdade, que se desdobra no dever de manutenção de sigilo, o que equivale a dizer que a ilegalidade não se baseia em razões econômicas, senão em razões morais. Consequentemente, a retirada do dever de sigilo do tipo objetivo, para este autor, despiu o crime do bem jurídico tutelado (GOUVÊA, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, não paginado).

a simplificação do tipo objetivo preencheu o que ele entendia como uma lacuna quanto à penalização do *tippee* (*insider* secundário).¹⁴³

2.3.3 Bem jurídico tutelado pela norma penal

Feitas essas considerações, passa-se a inquirir: qual o bem jurídico protegido pelo crime de uso indevido de informação privilegiada?

Citando Carlos Martínez-Buján Pérez, João Carlos Castellar identifica um caráter supraindividual e difuso nos delitos socioeconômicos como o uso indevido de informação privilegiada.¹⁴⁴ Mediatemente, o objeto de tutela seria a confiabilidade do mercado, posto que a economia de mercado tem como um de seus fundamentos a presunção de igualdade entre os concorrentes, que devem ter as mesmas oportunidades ao negociarem.¹⁴⁵ Autores há que sustentam ser a própria ordem socioeconômica o objeto da tutela mediata e que, imediatamente, tutelar-se-ia a livre concorrência ou a livre circulação de bens no mercado.¹⁴⁶

Doutra banda, critica-se que a ordem socioeconômica não é um bem jurídico que possa ser protegido penalmente, senão uma mera abstração, um conceito complexo constituído por diversos fatores, cada qual carente de individualização para que se possa identificar o bem jurídico tutelado em cada caso.¹⁴⁷ No mesmo sentido, há autores que entendem que as tipificações de delitos socioeconômicos protegem não bens jurídicos, mas antes a funcionalidade de determinados subsistemas, como a livre concorrência, o sistema de crédito, a transparência dos mercados, a correta formação dos preços, entre outros; ante isso, tal proteção deveria ser restrita ao Direito Administrativo, uma vez que o Direito Penal protege exclusivamente bens jurídicos que possam ser afetados de maneira empiricamente comprovável.¹⁴⁸

¹⁴³ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 320.

¹⁴⁴ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. *Derecho Penal Económico – parte general*. Valencia: Tirant lo Blanche, 1998, p. 91 e ss, *apud* CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, p. 40.

¹⁴⁵ ARAÚJO JUNIOR, João Marcelo. *Op. cit.*, p. 150, *apud* CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, *loc. cit.*

¹⁴⁶ CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, *loc. cit.*

¹⁴⁷ HORMOZÁBAL MALRÉE, Hernán. *Os delitos socio-económicos, el bien jurídico, el autor, su hecho y la necesaria reforma del sistema penal español. Hacia un Derecho Penal Económico Europeo – jornadas em honor del profesor Klaus Tiedmann*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, p. 196, *apud* CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, *loc. cit.*

¹⁴⁸ KINDHÄUSER, Urs Konrad. *Acerca de la Legitimidad de los Delitos de Peligro Abstrato en el Ambito del Derecho Penal Económico. Hacia un Derecho Penal Económico Europeo – jornadas em honor del profesor Klaus Tiedmann*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, p. 446, *apud* CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, p. 41.

Já autores como Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa destacam a tutela da informação, uma vez que a “ampla divulgação de informações constitui, tanto entre nós como no Direito Comparado, o elemento essencial de tutela dos interesses dos investidores”.¹⁴⁹ Por outro lado, José Hurtado Pozo e Francisco Muñoz Conde sustentam que o bem jurídico protegido é, em linhas gerais, a igualdade de oportunidades entre investidores.¹⁵⁰⁻¹⁵¹

O regular funcionamento do mercado como bem jurídico protegido é a visão mais prestigiada entre os autores hispânicos, como Jacobo López Barja de Quiroga, Luis Arroyo Zapatero, Miguel Bajo e Silvina Bacigalupo, Antonio Moreno Cávones e Francisco Ruiz Marco, e Carlos Martínez-Bujan Pérez.¹⁵² Dentre os doutrinadores nacionais, José Marcelo Martins Proença adota posição semelhante, sustentando que “o *insider* desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência.”¹⁵³ Para o autor, a conduta fere a transparência e a ética do mercado, condições necessárias para que o mercado de capitais leve a bom termo as metas delineadas na Constituição Federal. Especificamente quanto ao bem jurídico tutelado pela norma penal, o doutrinador o identifica como “a confiabilidade e, por corolário, a eficiência do mercado.”¹⁵⁴

Ainda, há quem defenda que o bem jurídico tutelado é, especificamente, a confiança dos investidores no mercado. É esse o entendimento de João Carlos Castellar:

Consideramos, portanto, que o bem jurídico objeto da tutela penal no delito de uso indevido de informação privilegiada estará na proteção da confiança que deve imperar no mercado de valores mobiliários, pois é este bem que estimula os investidores a aplicarem seus recursos neste mercado, e, concomitantemente, na proteção do patrimônio dos investidores que negociarem com o *insider* desconhecendo determinada informação relevante, pois estes correm o risco de sofrerem diminuição do seu patrimônio em virtude da desvantagem com que operam (CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, p. 108).

¹⁴⁹ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 544, *apud* CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, p. 103.

¹⁵⁰ HURTADO POZO, José. *El delito de explotación de información privilegiada en el Código Penal Suizo. Hacia un Derecho Penal Económico Europeo – jornadas em honor del profesor Klaus Tiedmann*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, p. 422, *apud* CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, *loc. cit.*

¹⁵¹ MUÑOZ CONDE, Francisco. *Derecho Penal – parte especial*. 12. ed. Valencia: Tirant lo Blanch, 1999, p. 494, *apud* CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, *loc. cit.*

¹⁵² CASTELLAR, João Carlos. *Op. cit.*, p. 104-105.

¹⁵³ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 319-320.

¹⁵⁴ *Ibidem*, p. 342.

A confiança no correto funcionamento do mercado não é, segundo esta formulação, um bem jurídico supraindividual, senão “um bem mais valioso, com autonomia própria e peça chave nas relações econômicas de um país.”¹⁵⁵

Também é deste entendimento Francisco Antunes Maciel Müssnich, para quem o crime de *insider trading* tem alto potencial lesivo, tendo em vista que, além de afetar investidores individuais, ataca a saúde do próprio mercado de capitais, que repousa na confiança. Diante disso, o combate à conduta se revela essencial para o regular funcionamento e desenvolvimento do mercado de capitais. É por isso que o autor demonstra preocupação fundamental, para além do debate teórico e acadêmico, com a “própria segurança do mercado brasileiro de valores mobiliários – baseada, em essência, na confiança dos investidores.”¹⁵⁶

Vale ainda destacar que Cezar Roberto Bitencourt e Juliano Breda entendem que a norma penal em questão “protege as relações de confiança, transparência e lealdade entre todos os participantes do mercado de capitais, espaço que deve se qualificar pela igualdade de oportunidades oferecida aos investidores.”¹⁵⁷

Como já mencionamos, a confiança é o bem jurídico mais citado como objeto de tutela do crime de *insider trading*. Em precedente do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, o bem jurídico citado como digno de proteção é a:

(...) confiança depositada pelos investidores no mercado, a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. A credibilidade das operações no mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores para operar no mercado de capitais (Apelação Criminal 00051232620094036171, rel. Des. Luiz Stefanini, j. em 4-2-2013, São Paulo, TRF 3º Região, 2013).

2.4 Premissas

Referimos na Introdução do trabalho que as premissas adotadas seriam esclarecidas neste Capítulo. Assim, feitas as considerações *supra*, passar-se-á a delinear os pressupostos assumidos.

¹⁵⁵ *Ibidem*, p. 107.

¹⁵⁶ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. cit.*, p. 130.

¹⁵⁷ BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, não paginado.

Foi analisada a literatura econômica especializada a partir de expoentes no debate acadêmico, ainda que não se tenha, por óbvio, esgotado a discussão. A partir dos estudos analisados, identificamos com alguma segurança que o *insider trading*, mesmo na hipótese em que melhora a eficiência do preço dos ativos, provoca danos ao mercado, especialmente no que toca à liquidez e ao fenômeno da seleção adversa. Além disso, certos modelos apontam que a exploração pelo *insider* da assimetria informacional em relação aos demais investidores tem o condão de prejudicar o bem-estar econômico dos agentes *outsiders*.

No que toca ao bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading*, posicionamo-nos no sentido que o objeto de tutela é a igualdade de oportunidades entre os investidores.

A tutela da informação e o regular funcionamento do mercado, a nosso ver, não se sustentam enquanto bens jurídicos tutelados pela norma penal. Em primeiro lugar, porque a literatura consultada aponta fortes evidências de que o *insider trading* melhora a eficiência dos preços, beneficiando a sinalização de informações ao mercado. Depois, a assimetria informacional que possibilita o *insider trading* é um dos pressupostos da existência e do funcionamento do mercado de capitais.¹⁵⁸⁻¹⁵⁹ Aliás, como vimos, é uma falha característica do sistema de mercado como um todo. No mercado de valores mobiliários em particular, é essa assimetria que confere valor a informações obtidas também de forma lícita, por exemplo mediante o trabalho de analistas, consultores e gestores financeiros. A diferença entre as percepções dos agentes é um dos fatores que possibilita que as cotações se movam da forma como o fazem.¹⁶⁰ Vale ainda lembrar que o ordenamento

¹⁵⁸ ROSSI, Livia Trabulsi. *Fundamentos para a constituição de prova indiciária em casos de insider trading de mercado*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 18, n. 69, p. 123-148, jul./set. 2015, não paginado.

¹⁵⁹ LEMOS, Flávio. *Análise técnica dos mercados financeiros: um guia completo e definitivo dos métodos de negociação de ativos*. São Paulo: Saraiva Educação, 2015, p. 14.

¹⁶⁰ Nesse sentido, cite-se trecho do Voto do Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 10/2012, julgado em 13 de novembro de 2018: “14. Com efeito, a desigualdade entre os participantes do mercado é natural e, de certa forma, desejável. Capacidade econômica, experiência, conhecimento do negócio, função exercida, formação, recursos tecnológicos, etc. são diversos os elementos que distinguem os agentes numa determinada relação de mercado e que podem, ou não, repercutir no resultado de suas operações. Alguns participantes são legitimamente reconhecidos como mais capacitados tecnicamente que outros e, quando autorizados, podem inclusive oferecer serviços profissionais para terceiros, de análise, de consultoria ou de gestão. Outros utilizam sofisticados instrumentos tecnológicos de obtenção, análise e aproveitamento da informação, em evidente assimetria com os demais participantes. Aliás, é a diferença de perspectiva que aproxima validamente as partes vendedoras e compradoras, o hedge, a especulação e a arbitragem. 15. Enfim, é impossível imaginar uma situação em que duas partes

jurídico brasileiro permite a não divulgação de informações relevantes em determinadas situações, tutelando o sigilo quando os administradores entenderem que a divulgação colocará em risco interesse legítimo da companhia.

A confiança dos investidores no mercado, apesar de figurar como o bem jurídico mais citado na doutrina e nos precedentes, não está imune de críticas.¹⁶¹ De início, salta aos olhos a falta de evidências empíricas concretas de que o *insider trading* fere a confiança dos investidores. Citamos, no subcapítulo 2.2.1, uma pesquisa que aponta no sentido contrário. Ainda, de acordo com lição de Guilherme Brenner Lucchesi, não se pode afirmar que a tipificação da conduta tenha gerado um “sentimento de confiança” nos investidores, haja vista o transcurso de um período considerável de tempo sem o oferecimento de denúncias pela prática após a sua criminalização.¹⁶² Acrescente-se o baixo número de condenações penais de *insiders* primários e, mais próximo ao nosso objeto, a inexistência de qualquer condenação penal de *insider* secundário de que se tenha notícia. Como se poderia sustentar que a criminalização melhorou a confiança no mercado quando o problema da cifra oculta sugere um universo muito maior de infrações que nunca chegaram ao escrutínio do Poder Judiciário?¹⁶³ Por outro lado, tampouco se pode dizer que a ausência de condenações contribuiu para a desconfiança dos investidores no mercado de capitais.

É com tais considerações que o autor afirma que:

é de todo inconstitucional a tipificação penal de uma conduta baseada no apaziguamento social gerado pela própria tipificação. Isto é que se denomina a função simbólica do Direito Penal, a qual se utiliza deste ramo

estejam em situação absolutamente igual em uma negociação, seja em relação ao nível informacional, seja em relação ao interesse em realizar o negócio jurídico.”

¹⁶¹ Cremos que é possível questionar a confiança como o bem jurídico protegido a partir de um argumento *reductio ad absurdum*. Tomando-se a confiança dos investidores como o bem jurídico protegido pela norma penal ora em análise, o legislador poderia criminalizar outras condutas que influenciassem negativamente o sentimento do público investidor em relação ao mercado de valores mobiliários. Por exemplo, a participação de manifestações de rua, caso estas fossem percebidas pelo mercado como um fator a aumentar a instabilidade política do País. Nesta hipótese absurda, a confiança dos investidores no mercado de capitais, enquanto valor constitucional relevante merecedor de tutela penal, teria que ser mais relevante que o direito de reunião e a liberdade de expressão. Considere-se, todavia, condutas que não envolvessem o exercício de direitos fundamentais.

¹⁶² LUCCHESI, Guilherme Brenner. *Op. cit.*, p. 8-9.

¹⁶³ Um já citado estudo de Utpal Bhattacharya e Hazem Daouk demonstra empiricamente que, em uma amostra de 103 países, a mera proibição legal da prática tem efeitos negligenciáveis ao custo de capital (em verdade, “*cost of equity*”, expressão para a qual não encontramos tradução precisa, mas que designa o retorno desejado por acionistas como compensação por manter em carteira ações com risco) em relação aos efeitos observados após a efetiva aplicação da legislação (BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. *Op. cit.*).

do ordenamento jurídico para a produção de um discurso punitivo que é raramente posto em prática (LUCCHESI, Guilherme Brenner. Op. cit., p. 9).

Com as devidas vênias, ousamos discordar do entendimento de que a criminalização do *insider trading* é meramente simbólica, pois a nosso sentir o crime de uso indevido de informação privilegiada possui um bem jurídico concreto a ser tutelado: a igualdade de oportunidades entre os investidores.

Meramente afirmar que o bem jurídico tutelado pela norma é a igualdade não é dizer muito. Isto porque a igualdade cumpre um amplo papel em nossa ordem jurídica, com prevalência sobre os demais princípios constitucionais. Nesse sentido, o fato de o constituinte tê-la posicionado no *caput* do art. 5º é significativo:

O atual artigo isonômico teve transladada a sua topografia. Deixou de ser um direito individual tratado tecnicamente como os demais. Passou a encabeçar a lista desses direitos, que foram transformados em parágrafos do artigo igualizador. Essa transformação é prenhe de significação. Com efeito, reconheceu-se à igualdade o papel que ela cumpre na ordem jurídica. Na verdade a sua função é a de um verdadeiro princípio a informar e a condicionar todo o restante do direito. É como se se tivesse dito: assegura-se o direito de liberdade de expressão do pensamento, respeitada a igualdade de todos perante esse direito. Portanto, a igualdade não assegura nenhuma situação jurídica específica, mas na verdade garante o indivíduo contra toda má utilização que possa ser feita da ordem jurídica. A igualdade é, portanto, o mais vasto dos princípios constitucionais, não se vendo recanto onde ela não seja impositiva (BASTOS, Celso Ribeiro. *Comentários à Constituição do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 1989, v.2, p. 13, *apud* PROENÇA, José M. M. Op. cit., p. 198).

Daí a necessidade de, tratando-se do bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading*, qualificar a igualdade como “de oportunidades entre os investidores”. Todavia, se acima reconhecemos que a assimetria informacional é um aspecto intrínseco ao mercado de valores mobiliários, a igualdade de oportunidades, para ser tutelada enquanto bem jurídico, não demandaria a imposição de uma absoluta simetria de informações entre os agentes? A nosso ver, tanto não decorre da tutela da igualdade de oportunidades, que não tem como objetivo erradicar a assimetria informacional no mercado, senão de limitá-la às situações em que, à luz do princípio da transparência e da tutela da informação, o ordenamento jurídico não perceba a vantagem advinda do conhecimento da informação como indevida.

Apesar de a assimetria informacional não ser um mal em si mesmo, não se pode negar que o acesso de alguns agentes a informações privilegiadas os coloca em posição desigual em relação aos demais investidores do mercado. Ao negociar em posse de tais informações, ainda que o *insider* não aufera lucro, a contraparte da negociação é submetida a um risco potencial além daquele que seria de se esperar.

Seu patrimônio, assim, fica exposto a um possível prejuízo que decorre da posição desigual desfrutada pelo detentor da informação privilegiada. Ainda diante das dificuldades de se individualizar este prejuízo e mesmo de estabelecer uma relação causal com a conduta do *insider*, tendo em vista as ponderações constantes no subcapítulo 2.2.1, quer nos parecer que o uso de informação privilegiada na negociação com investidores que a desconhecem favorece indevidamente o *insider* com uma oportunidade desigual de lucro.¹⁶⁴

Reconhece-se que se cuida de justificativa ética e não econômica para vedar penalmente a prática. Entretanto, ao contrário dos demais bens jurídicos apontados, a igualdade é um valor explicitamente reconhecido na Constituição Federal como relevante. Ao qualificá-la como “igualdade de oportunidades”, o que se busca proteger é o que está por trás da regulação da economia em geral. Afinal, no campo econômico, a igualdade material entre os agentes da economia, além da meramente formal, é o alvo primeiro da regulação, conforme destacamos no subcapítulo anterior sob os auspícios da lição de José Marcelo Martins Proença. Isto implica garantir que os agentes tenham, ao menos em tese, as mesmas oportunidades para negociar no mercado de capitais, o que não se confunde com uma garantia de simetria informacional absoluta entre eles. Em certa medida, a assimetria informacional é tolerada e até mesmo tida como legítima. Não se pode olvidar que o sigilo da informação relevante desempenha um papel importante no funcionamento do mercado de capitais, papel esse que não pode ser pervertido em benefício pessoal do *insider*. Afinal, ainda que alguns autores não a vejam propriamente como bem jurídico, o *insider trading* também vulnera a livre concorrência entre os agentes da economia, o que é um desdobramento da posição desigual assegurada ao *insider trader* unicamente em virtude do acesso à informação privilegiada.

Por fim, vale destacar que a criminalização, em virtude do exposto *supra*, é tida neste trabalho como um meio eficiente de combater a prática, se aliada à

¹⁶⁴ “As razões éticas são evidentes. Há um total desequilíbrio entre a posição ocupada pelo *insider* e aquela ocupada pelos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a realização de lucros em função única e exclusiva do acesso e utilização privilegiada de informações por parte do *insider*.” (EIZIRIK, Nelson. “*Insider Trading*” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In: BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, n. 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 44, *apud* DA SILVA, Cristian Kiefer; LAGE, Telder Andrade. *Insider Trading: uma realidade à luz do direito brasileiro e a responsabilidade civil e criminal do insider*. Revista Brasileira de Direito Empresarial, v. 3, n. 2, p. 40-59, jul./dez. 2017, p. 51).

repressão nas outras esferas jurídicas.¹⁶⁵ Contudo, esta eficiência está condicionada à efetiva aplicação da norma penal, com a produção de condenações, as quais dependem de adequada instrução probatória. E qual é a adequada instrução probatória da prática do *insider trading* secundário? É o que intentamos responder a partir da análise indutiva dos precedentes administrativos, a qual possibilita a dedução de consequências para o aspecto probatório no Direito Penal.

Essas são, portanto, as premissas adotadas no presente trabalho: (i) o *insider trading* provoca danos a investidores *outsiders* e ao mercado, até mesmo quando melhora a eficiência dos preços; (ii) a criminalização da prática é adequada, tutelando a igualdade de oportunidades entre os investidores e a livre concorrência; e (iii) a criminalização é maneira eficiente de se combater a prática, caso haja efetiva aplicação da norma penal, integrada à repressão do ilícito nas demais esferas jurídicas.

3 REGIME JURÍDICO DO INSIDER TRADING

O legislador brasileiro primeiro demonstrou interesse direto em regular o *insider trading* por meio da Lei nº 4.728/1965, que disciplinava, à época, o mercado de capitais e visava o seu desenvolvimento. Em seu art. 3º, inciso X, dispunha a lei ser da competência do Banco Central do Brasil “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força (sic) de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.”

Essa disposição legal foi objeto de crítica de intelectuais como Luiz Gastão Paes de Barros Leães e Fábio Konder Comparato, que denunciavam a imprecisão da legislação em não qualificar expressamente como ato ilícito o *insider trading*, bem como por deixar de definir os parâmetros para a sua fiscalização ou sumesmo de incluir a punição da prática entre as competências do Banco Central do Brasil.¹⁶⁶

¹⁶⁵ “A comparação entre a repressão administrativa e penal no âmbito do abuso de informação privilegiada no Brasil permite afirmar que ainda não é o momento de etiquetar o delito de abuso de informação privilegiada como mais um caso de Direito Penal simbólico, e sim de buscar a integração entre os órgãos fiscalizadores para a obtenção de melhores resultados no Brasil.” (SANTIAGO, Alex Fernandes. *Op. cit.*, não paginado).

¹⁶⁶ PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Op. cit.*, p. 17-18.

Cuidava-se, para José Marcelo Martins Proença, de menção meramente programática.¹⁶⁷

Duas Resoluções do Banco Central, a saber, a nº 39/1966 e a nº 88/1968, buscaram complementar o comando normativo. A primeira disciplinava a constituição, organização e o funcionamento das bolsas de valores, criminalizando a manipulação fraudulenta de preços, não se podendo nela antever proibição ao *insider trading*.¹⁶⁸ A segunda, ao tutelar a divulgação de informações aos investidores por companhias abertas, pode ser vista como o nascedouro do que hoje se denomina de “fato relevante”.¹⁶⁹

Com o advento da Lei nº 6.385/1976, criou-se a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda (sucedido pelo Ministério da Economia), na dicção do seu art. 5º. Enumerando os valores mobiliários sujeitos ao seu regime (art. 2º) e definindo como companhia aberta aquela cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão (art. 22), a lei, que vige até hoje com alterações posteriores, disciplina a fiscalização do mercado de valores mobiliários, de tal maneira que o Banco Central, na forma dos arts. 3º, inciso IV e § 3º, 11, § 14, 15, §§ 2º e 3º, 22, § 2º, e 26, § 3º:

(...) permaneceu detentor de autoridade para a fiscalização do mercado monetário e de emissões de instituições financeiras, exceto debêntures, repassadas, à CVM, suas atribuições referentes ao mercado de valores mobiliários (*Ibidem*, p. 177)

Há também previsão das competências do Conselho Monetário Nacional (arts. 3º, 4º e 15, § 3º), que “ficou responsável, grosso modo, pela expedição de comandos genéricos, incumbindo-se, paralelamente, de indicar a política a ser seguida quanto à organização e ao funcionamento do mercado.”¹⁷⁰ Já a CVM, na forma da lei (arts. 2º, § 3º, 4º, 8º, 11, § 10, 15, §§ 1º e 2º, 16, 18 e 22, § 1º):

(...) objetiva, sobretudo, o bom desempenho do mercado de capitais. A tanto voltada, normatiza, autoriza e fiscaliza as operações com valores mobiliários, sendo que o seu poder de polícia alcança as sociedades anônimas abertas, e os participantes do mercado de capitais (*Ibidem*, *loc. cit.*).

¹⁶⁷ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 274-275.

¹⁶⁸ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 174, *apud ibidem*, p. 276.

¹⁶⁹ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, *loc. cit.*

¹⁷⁰ *Ibidem*, *loc. cit.*

A Lei nº 6.404/1976, também vigente na atualidade, estipula diversas normas atinentes ao *insider trading*. Pode-se diferenciar essas normas entre preventivas e repressivas. As primeiras emanam do princípio da transparência, na forma disposta no art. 157 (dever de informar do administrador de companhia aberta), com previsão de comunicação de informações para propiciar visibilidade às operações dos administradores no mercado acionário,¹⁷¹ em meio à prestação de informações, perante a sociedade, sobre negociações pessoais de ativos de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo econômico.

Embora o administrador só esteja obrigado a esta prestação específica em face de pedido de acionistas que representem 5% ou mais do capital social (§ 1º, alíneas “a” e “b”), o § 6º do dispositivo, incluído pela Lei nº 10.303/2001, obriga-o a informar imediatamente modificações em sua posição acionária na companhia à CVM, às bolsas de valores ou a entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação. Outros possíveis *insider traders* para a legislação estão, nos mesmos termos, obrigados à imediata prestação de informações acerca de alterações em suas posições acionárias na companhia, a exemplo do acionista controlador (art. 116-A, incluído pela Lei nº 10.303/2001) e do membro do conselho fiscal (art. 165-A, também incluído pela Lei nº 10.303/2001).

Além de suas negociações pessoais, os administradores também têm o dever de comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia (art. 157, § 4º), em adição a eventual pedido de prestação de informação nesse sentido na forma do § 1º, alínea “e”. Caso os administradores entendam que tal revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, eles podem recusar-se a prestar a informação ou a realizar a divulgação, cabendo à CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso (§ 5º).

Já as normas repressivas concernem ao dever de lealdade do administrador, conforme o art. 155, expresso pelo dever de guardar sigilo acerca de informação relevante que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, na

¹⁷¹ Nos termos do *caput* do dispositivo, já ao firmar o termo de posse deve o administrador declarar sua posição acionária, incluindo derivativos e debêntures, na companhia e em sociedades controladas ou do mesmo grupo.

forma do § 1º do dispositivo. Nesse sentido, é vedado ao administrador valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários, estendendo-se sua responsabilidade à conduta de seus subordinados ou terceiros de sua confiança, sobre a qual deve zelar para que não haja violação ao § 1º, sob pena de ser o administrador responsabilizado solidariamente pela infração, segundo o § 2º. O § 3º do art. 155 dispõe acerca do direito de a pessoa prejudicada em negociação com infração aos parágrafos anteriores haver do infrator indenização por perdas e danos, salvo se, no momento da negociação, já conhecesse a informação, visto que, conforme abordado no Capítulo 2, a vantagem tida como indevida decorre da assimetria informacional do *insider* em relação aos demais investidores do mercado. Não havendo assimetria informacional, não há uso indevido de informação privilegiada.

A isto equivale dizer que, assim que a informação for divulgada, os possíveis *insider traders* podem negociar regularmente. Mais uma vez, nota-se aqui que o uso do termo “*insider trading*” para nomear o ilícito, conforme citação de Stephen Bainbridge no Capítulo 2, é em parte equivocado, dado que abrange, ao menos no contexto estadunidense, tanto situações de uso devido quanto indevido de informação relevante. Mais do que isso, “*insider trading*” pode designar qualquer tipo de negociação realizada por *insiders*, inclusive independentemente da existência de informação relevante. No contexto brasileiro, a expressão “uso indevido de informação privilegiada” é mais específica e precisa, visto que, após a divulgação, a informação deixa de ser privilegiada.

A interpretação dos arts. 155 e 157 em conjunto indica que os administradores, em face de informações relevantes, devem divulgá-las ao mercado sempre que possível; não havendo a divulgação, eles devem se abster de negociar os valores mobiliários, em virtude do conhecimento que têm da informação. No regime estadunidense, houve articulação de uma norma em mesmo sentido, a qual veio a ser conhecida como “*disclose or abstain rule*”.¹⁷²

A Lei nº 10.303/2001 acresceu ao art. 155 o § 4º, que veda o uso de informação relevante ainda não divulgada por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, em negociação de valores mobiliários. Esta alteração legislativa tornou ilícito civil a

¹⁷² BAINBRIDGE, Stephen. *Op. cit.*, p. 12.

conduta dos *insiders* secundários, de mercado ou “*tippees*”, que negociam no mercado de capitais munidos de informação privilegiada e com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem. Há controvérsia na doutrina acerca do limite da expressão “qualquer pessoa”.¹⁷³ No âmbito dos processos administrativos sancionadores junto à CVM, a conduta de diversos agentes além dos administradores e acionistas controladores pode ser enquadrada nesse dispositivo,¹⁷⁴ a exemplo de acionistas minoritários não pertencentes ao bloco de controle¹⁷⁵ e funcionários da empresa emissora dos papéis negociados que não possuam, em decorrência de sua função, acesso permanente ao tipo de informação que, isoladamente, poderia resultar em fato relevante.¹⁷⁶

É interessante notar as disposições dos arts. 158 e 159 atinentes à responsabilidade dos administradores e à ação de responsabilidade proposta pela companhia aberta em face do administrador, por prejuízos causados ao seu patrimônio. O administrador responderá civilmente pelos prejuízos que causar à companhia quando proceder com violação da lei ou do estatuto (inciso II do art. 158). Desse modo, caso seja possível provar o prejuízo à companhia decorrente do *insider trading* – prova essa que está sujeita às limitações abordadas no subcapítulo 2.2.2 –, nada impede a responsabilização do administrador em sede de ação de

¹⁷³ Para Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, deve haver um nexo profissional entre os terceiros e o vazamento da informação para que eles possam ser reputados *tippees*. Nesse sentido, não haveria como se punir o *insider* accidental, isto é, aquele que tem acesso às informações de maneira fortuita, por razões que não envolvam o exercício de profissão junto à empresa, relação comercial com esta ou o acesso de natureza profissional e permanente à informação, de maneira a exercer controle sobre sua divulgação. O vazamento da informação relevante, neste caso, será de responsabilidade do administrador, em virtude da violação do dever de manter a reserva necessária sobre o fato relevante; terceiros eventualmente informados de forma fortuita, sem a ocorrência do *tipping*, não poderiam ser tidos como *insiders* (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002, p. 322-323, *apud* PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 306-307).

José Marcelo Martins Proença, contudo, entende que a expressão “qualquer pessoa” não impõe qualquer tipo de restrição à responsabilização, ainda mais tendo em vista que a base da legislação não é mais societária (“*company law approach*”), senão relativa a valores mobiliários (“*securities law approach*”), uma abordagem mais alargada típica do direito do mercado de capitais, adotada em quase todos os países. Com tais considerações, prossegue o autor: “O dever de lealdade restringe aos administradores, mas qualquer outra pessoa sujeita-se às normas repressivas da prática de *insider trading*, quer as de natureza civil, quer as de ordem penal.” Assoma a questão como pública, de interesse do povo, na forma do art. 3º, inciso II, da Constituição Federal (PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 307).

¹⁷⁴ Destaque-se que o mero fato de a imputação concreta ser realizada com base no dispositivo do art. 155, § 4º, não implica necessariamente o enquadramento do acusado como *insider* secundário, uma vez que a ele ainda se podem aplicar presunções relativas próprias dos *insiders* primários, como é o caso dos acionistas não controladores com acesso privilegiado a demonstrações financeiras.

¹⁷⁵ Cf. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/13651, j. 19-06-2018. Rio de Janeiro: CVM, 2018.

¹⁷⁶ Cf. Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2013/094, j. 14-12-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

responsabilidade civil proposta pela companhia, dado que o uso indevido de informação privilegiada ocorre em violação aos deveres expressos em lei referidos *supra*, ensejando presunção *iuris tantum* de culpa *in re ipsa* ou “contra a legalidade” em desfavor do *insider*.¹⁷⁷⁻¹⁷⁸

Norma Jonssen Parente, em texto clássico de 1978, entende pela possibilidade da propositura de ação de anulação da operação por omissão dolosa, com base nos arts. 92 e 94 do Código Civil de 1916, correspondentes, respectivamente, aos arts. 145 e 147 do Código Civil atualmente em vigência.¹⁷⁹ Embora defenda que as pretensões não se excluem umas às outras (anulação do negócio, perdas e danos e responsabilidade civil do administrador), ela reconhece que a dificuldade em identificar quem deu causa ao dano indica que a ação baseada no art. 155, § 3º, será a mais frequentemente escolhida pelo investidor. Assim, não é sem ressalvas que a autora aventa a possibilidade da ação de anulação do negócio, uma vez que tal anulação desvirtuaria o sentido da regra do art. 155, § 3º, preferida pelo legislador por razões lógicas e práticas, visando a manutenção da estabilidade do mercado de valores mobiliários.

Em sentido diverso, Francisco Antunes Maciel Müssnich ressalta as peculiaridades do sistema de nulidades no âmbito da Lei nº 6.404/1976, salientando uma consideração importante do Superior Tribunal de Justiça nesse respeito:

Em face das peculiaridades de que se reveste a relação acionistas *versus* sociedade anônima, não há que se cogitar da aplicação, em toda a sua extensão, no âmbito do direito societário, da teoria geral das nulidades, tal como concebida pelas doutrina e dogmática civilistas (STJ - 4ª Turma. REsp 35230. Rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, dj. 10-4-1995, dp. 20-11-1995).

Em suma, limitar a pretensão à reparação civil representa, para o autor, garantia da segurança e da estabilidade dos negócios no mercado de capitais.¹⁸⁰

Nos termos da legislação societária, não são apenas os administradores *stricto sensu* que podem ser responsabilizados pelo *insider trading*. Acionistas controladores, assim definidos pelo art. 116, também podem responder pela prática, que configura abuso de seu poder na forma do art. 117. Da mesma forma, por se

¹⁷⁷ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A adoção do chinese wall e a repressão ao insider trading*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 47, p. 227-246, 2010, p. 7.

¹⁷⁸ ROSSI, Livia Trabulsi. *Op. cit.*, não paginado.

¹⁷⁹ PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”*. CVM. Superintendência Jurídica, Junho de 1978, p. 7, 9 e 10.

¹⁸⁰ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. cit.*, p. 29.

aplicarem a conselheiros e diretores as normas relativas a deveres e responsabilidades dos administradores (art. 145), eles são outros possíveis agentes do *insider trading* para a lei societária. Cabe ainda salientar que, por força do art. 160, as normas relativas aos deveres e responsabilidades dos administradores aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores. Por fim, os membros do conselho fiscal têm os mesmos deveres dos administradores, respondendo pelos danos resultantes da omissão no cumprimento destes deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto (art. 165).

Passar-se-á, agora, à análise da regulamentação da disciplina legal sobre o *insider trading*, consistente nas Instruções editadas pela CVM. Trata-se esta de uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda (sucedido pelo Ministério da Economia), com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária, nos moldes do art. 5º da Lei nº 6.385/1976. Juntamente do Conselho Monetário Nacional, tem como finalidade proteger os titulares de valores mobiliários e investidores contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários (art. 4º, inciso IV, alínea “c”), bem como assegurar a observância de práticas comerciais equitativas nesse mercado (art. 4º, inciso VII). No âmbito de suas competências exclusivas, a CVM tem poder regulamentar na forma dos arts. 8º, inciso I, 18, inciso II, alínea “b”, e 22, § 1º, tratando-se de uma competência restrita e específica, que não faculta a inovação normativa.¹⁸¹ Com efeito, ainda que se reconheça o regulamento como autônomo, a CVM não tem competência para originar novas hipóteses e mandamentos normativos, sendo impossível a criação de direitos e deveres a pessoas privadas sem qualquer lastro normativo.¹⁸²

Regulamentando a Lei nº 6.385/1976, a autarquia primeiro editou a Instrução CVM nº 08/1979 e, em seu bojo, definiu a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em que se enquadra o *insider trading*:¹⁸³ aquela de que resulte,

¹⁸¹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. cit.*, p. 54.

¹⁸² *Ibidem*, p. 55.

¹⁸³ Em um dos processos administrativos analisados, a conduta foi enquadrada como prática não equitativa, na forma dos incisos I e II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979. Trata-se do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 10/2012, j. 13-11-2018. Rio de Janeiro: CVM, 2018.

direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

Apesar da ampliação do conjunto de possíveis imputáveis, incluindo, além dos administradores e acionistas de companhias abertas, os intermediários e os demais participantes do mercado de valores mobiliários, os terceiros não da confiança dos administradores que, fortuitamente ou por meio de *tipping*, obtivessem conhecimento de informações privilegiadas não eram, à época, considerados *insiders*.¹⁸⁴

A Instrução CVM nº 31/1984 trouxe algumas inovações ao sistema. De destaque, convém mencionar a definição mais clara de ato ou fato relevante (art. 1º); a previsão da figura do diretor de relações com o mercado, responsável pela comunicação e divulgação de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia (art. 2º, § 1º); a expansão do elenco de agentes que podiam ser considerados *insiders* (arts. 10 a 12),¹⁸⁵ com destaque para o parágrafo único do art. 11, que equiparava o *insider* a qualquer pessoa que tivesse conhecimento da informação e soubesse se tratar de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado; as disposições do art. 4º, que regulamentava o § 5º do art. 157 no tocante à não divulgação de informação que colocasse em risco interesse legítimo da companhia, assim como a divulgação imediata no caso de vazamento ou oscilação atípica na cotação das ações da companhia; e o contido no art. 8º, que dispunha acerca da suspensão das negociações em caso de dúvida sobre a disponibilidade ao investidor de ato ou fato relevante, evidenciando-se a importância da tutela da informação.

Revogando a Instrução CVM nº 31/1984, a Instrução CVM nº 358/2002, até hoje vigente, atualizou as normas regulamentares relativas ao *insider trading* e outras matérias. Inicialmente, define-se ato ou fato relevante como qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou

¹⁸⁴ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 302.

¹⁸⁵ A vedação ao uso de informação privilegiada aplicava-se a negociações em bolsa de valores, mercado de balcão ou fora das bolsas sem interveniência de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, por força do art. 21.

relacionado aos seus negócios que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados (art. 2º, inciso I), na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários (inciso II) ou na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados (inciso III). Ao passo que se poderia argumentar que a Instrução CVM nº 31/1984 trazia um rol taxativo do que poderia ser considerado ato ou fato relevante,¹⁸⁶ a nova Instrução traz um rol explicitamente exemplificativo em seu art. 2º, parágrafo único.

Além disso, são identificados os titulares do dever e responsabilidade quanto à divulgação de ato ou fato relevante: o diretor de relações com investidores (art. 3º) e os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, bem como de quaisquer órgãos com funções técnicas e consultivas, que devem comunicar a informação ao diretor de relações com investidores ou, na sua omissão, à própria CVM (art. 3º, §§ 1º e 2º). A divulgação deve se dar em jornais de grande circulação, antes do início ou após o pregão, sempre que possível (arts. 3º, § 4º, e 5º, *caput*). Excetua-se o dever de imediata divulgação se a revelação ao público pôr em risco interesse legítimo da companhia, sendo que a CVM tem competência para decidir a respeito da prestação das informações, a pedido dos administradores ou de qualquer acionista, ou ainda por iniciativa própria (arts. 6º e 7º).

O art. 13 dispõe acerca das vedações gerais à negociação antes da divulgação de ato ou fato relevante por *insiders* primários (*caput*),¹⁸⁷ secundários e temporários (§ 1º),¹⁸⁸ e administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, por um período de seis meses após seu afastamento (§ 2º). Quanto à

¹⁸⁶ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 295.

¹⁸⁷ A própria companhia aberta, os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criadas por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

¹⁸⁸ Quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado (*insiders* secundários), em especial aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados (*insiders* temporários).

definição regulamentar de *insiders* primários, temporários e secundários, convém apresentar esclarecedora lição da Diretora da CVM Flávia Martins Sant'Anna Perlingeiro:

54. Quanto à caracterização da prática de *insider trading*, no Brasil, os detentores de informações privilegiadas utilizadas na negociação de valores mobiliários são comumente divididos em duas categorias: *insiders* primários ou secundários.

55. A primeira categoria abrange aqueles que têm acesso direto à informação privilegiada. Note-se que não há um conceito legal de "*insider* primário", porém, a regulamentação editada pela CVM traz alguns contornos mais detalhados.

56. Consoante o art. 13 da ICVM n° 358/02, são alcançados pela vedação ao *insider trading* não apenas a própria companhia aberta, seus acionistas controladores (diretos ou indiretos), administradores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, mas também "quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante". Esses são usualmente chamados "*insiders* institucionais" ou "corporativos", pois têm acesso à informação por "estarem no interior da companhia".

57. Ainda na categoria dos "*insiders* primários" são incluídas também outras pessoas com acesso direto à informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado. Nos termos do §1º²³ do art. 13 da ICVM n° 358/02 são referidos os que têm relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, como, por exemplo, auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição. Esses são usualmente denominados "*insiders* primários temporários".

58. Vê-se, assim, que os *insiders* primários têm acesso à informação diretamente na fonte e têm o conhecimento necessário para avaliar a relevância da informação. Deles se exige que divulguem a informação (se possível) ou se abstenham de negociar com base nela (alternativas sintetizadas na expressão: "*disclose or refrain from trading*").

59. Já os chamados "*insiders* secundários"²⁴ não têm acesso direto à informação (nem necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada), a recebem por meio de um *insider* primário ou de outro secundário ou, ainda, por acesso dito fortuito (esses últimos são também chamados de "*insiders* acidentais").

²³ A estrutura da norma, entretanto, é um tanto assistemática, tendo em vista que o referido parágrafo tem redação abrangente, alcançando *insiders* secundários e, no trecho final, *insiders* primários temporários.

²⁴ Por estarem "fora da companhia" são também chamados de "*insiders* de mercado" ou "*outsiders*" (Voto da Diretora Relatora Flávia Martins Sant'Anna Perlingeiro no Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ2015/9443, j. 04-06-2019. Rio de Janeiro: CVM, 2019).

Já o § 3º estipula que a vedação do *caput* prevalecerá se houver intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária (inciso I) e, em relação a acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, quando estiver em curso aquisição ou alienação de ações de emissão da companhia pela própria

companhia, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim (inciso II).

O § 4º veda a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* (*insiders* primários) no período de quinze dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvada a possibilidade de planos de investimento (art. 15-A, § 2º). O § 5º determina que as vedações previstas no *caput* e nos §§ 1º, 2º e 3º, inciso I, deixarão de vigorar após a divulgação do fato relevante ao mercado, a não ser que a negociação com as ações possa interferir nas condições dos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria. Por fim, os §§ 6º e 7º afastam, respectivamente, as vedações previstas no *caput* e nos §§ 1º a 3º em algumas situações específicas.¹⁸⁹

A Instrução CVM nº 358/2002 foi modificada na redação de alguns de seus dispositivos pelas Instruções CVM nº 369/2002,¹⁹⁰ 449/2007,¹⁹¹ 547/2014,¹⁹² 552/2014,¹⁹³ 568/2015,¹⁹⁴ 590/2017,¹⁹⁵ 604/2018¹⁹⁶ e 620/2020.¹⁹⁷

Além da competência regulamentar, exercida nos termos das Instruções acima, cabe à CVM a fiscalização das atividades e dos serviços do mercado de valores mobiliários, assim como da veiculação de informações relativas ao mercado, aos seus participantes e aos valores nele negociados (art. 8º, inciso II, da Lei nº 6.385/1976). Também incumbe à autarquia a fiscalização e inspeção das companhias abertas (inciso V).

É faculdade da CVM apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e

¹⁸⁹ A aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral (§ 6º); e as negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com os procedimentos previstos no art. 15-A, referentes aos planos de investimento (§ 7º).

¹⁹⁰ Arts. 9º, § 3º (incluído pela Instrução), e 13, §§ 3º, incisos I e II, e 5º.

¹⁹¹ Arts. 11 e 23, este último revogado pela Instrução.

¹⁹² Arts. 3º, §§ 3º, 4º, 5º, 7º e 8º (estes dois últimos incluídos pela Instrução), 14 e 16.

¹⁹³ Art. 12, incisos V e VI, este último incluído pela Instrução.

¹⁹⁴ Arts. 11, §§ 5º, 7º e 8º (este último incluído pela Instrução), 12, *caput*, incisos I a IV (este último revogado pela Instrução) e §§ 1º a 6º, 13, §§ 4º, 6º e 7º, 15 e o título que o antecede, e art. 15-A, incluído pela Instrução.

¹⁹⁵ Arts. 2º, inciso XXII, 4º, 5º, §§ 2º e 3º (este último revogado pela Instrução), 11, §§ 2º, 3º, inciso I, 6º, 9º, 10 e 11 (estes três últimos incluídos pela Instrução).

¹⁹⁶ Art. 7º, § 1º.

¹⁹⁷ Art. 2º, inciso XV.

acionistas de companhias abertas, bem como dos intermediários e dos demais participantes do mercado (art. 9º, inciso V), podendo aplicar-lhes as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da sua responsabilidade civil ou penal (inciso VI). O processo administrativo sancionador conduzido pela autarquia poderá ser precedido de etapa investigativa, preservando-se o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público (art. 9º, § 2º).

Os incisos do art. 11 enumeram as penalidades de advertência (inciso I), multa (inciso II), inabilitação temporária, de até vinte anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM (inciso IV), suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a lei (inciso V), inabilitação temporária de até vinte anos para o exercício das atividades de que trata a lei (inciso VI), proibição temporária, de até vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM (inciso VII) e proibição temporária, de até dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (inciso VIII).

O § 3º do dispositivo dispõe que as penalidades dos incisos IV a VIII somente serão aplicadas nos casos de infração grave (em que se inclui o uso indevido de informação privilegiada, à luz da disciplina do art. 18 da Instrução CVM nº 358/2002) ou de reincidência. De todo modo, as penalidades só poderão ser impostas com observância do procedimento fixado pela CVM, cabendo recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (§ 4º), apelidado de “Conselhinho”. Caso se conclua pela ocorrência de crime de ação pública, a CVM deve oficialar ao Ministério Público para a propositura da ação penal (art. 12).¹⁹⁸

Consoante o art. 37 da Deliberação CVM nº 538/2008, o prazo para a interposição de recurso ao CRSFN é de trinta dias, a contar da ciência do acusado da decisão. O recurso devolvido ao “Conselhinho” terá efeito suspensivo, segundo a dicção do art. 38 do mesmo ato.

¹⁹⁸ Para Alex Fernandes Santiago, o art. 12 deve ser interpretado no sentido de que a CVM deve sempre comunicar ao Ministério Público o conhecimento de eventual delito contra o mercado de valores mobiliários, independentemente da existência ou do término de inquérito administrativo próprio (SANTIAGO, Alex Fernandes. *Op. cit.*, não paginado).

Convém ressaltar que não há mais a figura do “recurso de ofício” contra decisão absolutória em primeira instância. Sua extinção se deu com a edição da Portaria nº 68/2016 do Ministério da Fazenda, publicada em 29 de fevereiro de 2016, aprovando o novo Regimento Interno do CRSFN. De acordo com o art. 51 deste, só deveriam ser julgados os recursos de ofício contra decisões proferidas até 27 de fevereiro de 2016. Ademais, o Decreto nº 8.625/2016,¹⁹⁹ publicado em 29 de janeiro de 2016, já havia revogado o Decreto nº 1.935/1996, cujo art. 4º, inciso II, previa, dentre as competências do “Conselhinho”, a apreciação dos recursos de ofício. Destarte, o CRSFN, no que toca às decisões da CVM, agora julga apenas recursos voluntários, interpostos pelos acusados.

As decisões da CVM e do CRSFN formam coisa julgada apenas no âmbito administrativo, sendo passíveis de controle pelo Poder Judiciário. A própria administração, de ofício ou mediante provocação, pode anular suas decisões, que nada mais são do que atos administrativos vinculados e punitivos. Não havendo interesse nesse sentido, é assegurada a tutela jurisdicional para anular a decisão. É o que se extrai da Súmula 473 do Supremo Tribunal Federal, que ressalva, em qualquer caso, a possibilidade de apreciação judicial dos atos administrativos.

É ainda faculdade da CVM a celebração de termo de compromisso com o investigado (art. 11, § 5º), no qual se formalizam obrigações deste de cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM (inciso I) e de corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos (inciso II). A celebração dependerá de análise pela CVM da conveniência e da oportunidade do ato, tendo como fito atender ao interesse público. A assinatura do termo de compromisso acarretará a não instauração ou suspensão pela CVM do processo administrativo em qualquer fase que preceda a tomada de decisão em primeira instância. Vale destacar que o compromisso assumido no termo não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada (§ 6º).

O ordenamento jurídico também contém previsão de ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores

¹⁹⁹ Revogado pelo Decreto nº 9.889/2019.

mobiliários, na forma das Leis nº 7.374/1985 e 7.913/1989.²⁰⁰⁻²⁰¹ Nesse sentido, o Ministério Público tem legitimidade ativa para, de ofício ou por solicitação da CVM, adotar as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, quando decorrerem de operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários (art. 1º, inciso I), bem como de compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, com uso de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas (inciso II).

Os órgãos com legitimidade ativa para a propositura da ação civil pública podem, por outro lado, tomar dos interessados termos de ajustamento de conduta (art. 5º, § 6º, da Lei nº 7.347/1985), instrumento semelhante ao termo de compromisso firmado junto à CVM que, mediante cominações com assunção de obrigações pelos interessados, extinguirá a ação civil pública ou importará na abstenção do Ministério Público em ajuizá-la. O instrumento, vale dizer, não produz este efeito na esfera penal.²⁰²

A Lei nº 10.303/2001, além de incluir o § 4º ao art. 155 da Lei nº 6.404/1976, também criminalizou o *insider trading* ao acrescentar o art. 27-D à Lei nº 6.385/1976. Antes da expressa criminalização da prática, Norma Jonssen Parente defendeu que

²⁰⁰ Tais danos afetam os interesses individuais homogêneos dos investidores, conforme exposição de Karina Teresa da Silva Maciel e Antônio Martin: “*Desta forma, na seara civil, o bem jurídico protegido é o interesse individual, o patrimônio dos ofendidos. Este interesse, pela característica de massa do mercado de capitais, é entendido como interesse individual homogêneo, razão pela qual o pleito ressarcitório poderá ser requerido diretamente pelo cidadão prejudicado através de demanda individual ou pelo Ministério Público e Associações de Investidores por meio de Ação Civil Pública.*” (MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. *Op. cit.*, não paginado).

²⁰¹ Tampouco os autores excluem dano moral difuso advindo do *insider trading*: “*No presente caso, o paradoxo do insider trading causa um abalo à confiança e credibilidade, configurando o dano moral ao mercado que, como se sabe, é sede de interesses e direitos difusos. Trata-se de um abalo que pode ser sentido não apenas pelos investidores e agentes que atuam no mercado, mas até por aqueles que nunca investiram em títulos mobiliários, e que, descrentes da idoneidade do sistema, não se sentirão atraídos a ali investir.*”

Logo, o abuso de informação privilegiada enseja o dano moral difuso que se funda na agressão a bens e valores jurídicos que são inerentes a toda a coletividade (investidores, agentes intermediários e não investidores), de forma indivisível. Nesse ensejo, cumpre citar que a Lei 7.347/1985 prevê, em seu art. 1.º, IV, a possibilidade de ação civil pública de responsabilidade por danos morais e patrimoniais causados a qualquer outro interesse difuso ou coletivo, ou seja, à credibilidade e confiança do mercado de capitais.” (*Ibidem*, não paginado).

²⁰² PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Op. cit.*, p. 73.

ela poderia ser enquadrada como estelionato, na forma do art. 171 do Código Penal.²⁰³ Em sentido contrário, ao discorrer sobre a teoria preferida pelos doutrinadores estadunidenses, que categoriza o *insider trading* como uma forma de fraude, Guilherme Brenner Lucchesi sustentou que a conduta do *insider trader* não pode ser equiparada à do estelionatário.²⁰⁴ Para o autor, a conduta deste busca determinar uma falsa representação da realidade, ao passo que o *insider trader* apenas age com base em informação que se crê confiável.

A Lei nº 13.506/2017 alterou a redação do dispositivo penal, simplificando o tipo objetivo para abranger a conduta dos *insiders* secundários. Trata-se de um norma penal em branco, dado que depende de definições constantes nas Instruções da CVM (“informação relevante”) e de preceitos da Lei nº 6.404/1976 (dever de sigilo).²⁰⁵ Tido anteriormente como crime próprio, a retirada da expressão “da qual deva manter sigilo” do tipo objetivo dispensou o dever de sigilo como condição para a caracterização do delito, criminalizando a conduta dos *insiders* secundários.²⁰⁶

Após a reforma legislativa, pode-se afirmar que o tipo objetivo passou a conter os seguintes elementos: (i) a existência de informação relevante, na definição do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002; (ii) a sua não divulgação ao mercado; (iii) o acesso privilegiado à informação, sobre a qual o autor não necessariamente tem o dever de manter o sigilo; (iv) a possibilidade de obtenção de vantagem indevida,²⁰⁷ decorrente da assimetria informacional em favor do agente; e (v) a efetiva utilização da informação, mediante negociação com valores mobiliários, em nome próprio ou de terceiro.

²⁰³ PARENTE, Norma Jonssen. *Op. cit.*, p. 12.

²⁰⁴ LUCCHESI, Guilherme Brenner. *Op. cit.*, p. 8.

²⁰⁵ PROENÇA, José M. M. *Op. cit.*, p. 320-321.

²⁰⁶ Anteriormente, os *insiders* secundários só podiam ser responsabilizados penalmente como partícipes ou coautores, havendo necessidade de prova da comunhão de ações e desígnios na negociação com valores mobiliários junto ao *insider* primário (BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis Roberto Cordeiro. *Op. cit.*, p. 143-144).

²⁰⁷ Para Guilherme Brenner Lucchesi, a obtenção da vantagem não é exigida para a configuração do crime, mas tão somente o potencial benefício econômico. Isso se dá devido ao dinamismo do mercado financeiro, em meio ao qual a potencial vantagem decorrente da assimetria informacional pode não vir a ser obtida por um sem-número de fatores fora do controle do autor. Por conta disso, para o pesquisador, o tipo não é material, não se exigindo o resultado (obtenção da vantagem indevida) para sua consumação – ao contrário do que entende, por exemplo, Nelson Eizirik, Modesto Carvalhosa e João Carlos Castellar. Tampouco se caracteriza como tipo de simples atividade, exigindo-se algum tipo de prejuízo ao mercado de capitais, ainda que não necessariamente econômico. Antes, caracteriza-se como delito formal, em que a vantagem auferida pelo autor em detrimento do mercado é pressuposta, antecedendo-se o momento da consumação. Vale lembrar que o tipo formal não se confunde com o tipo de mera conduta, conforme tratado por José Marcelo Martins Proença (LUCCHESI, Guilherme Brenner. *Op. cit.*, p. 6).

O tipo subjetivo, aproveitando ainda lição de Guilherme Brenner Lucchesi atinente ao crime em sua formulação anterior, diz respeito ao “*dolo de auferir vantagem por meio de uma operação financeira envolvendo informação privilegiada*”, não havendo previsão de intenção ou tendência especial (elementos subjetivos especiais).²⁰⁸ Adotando a definição de dolo como “*a vontade consciente de realizar (...) o tipo objetivo de um crime*”,²⁰⁹ o autor analisa os seus elementos intelectual e volitivo. O elemento intelectual consiste, para ele, na consciência da existência dos elementos de fato do tipo (informação relevante, sua não divulgação ao mercado, acesso privilegiado à informação²¹⁰ e possibilidade de obter vantagem indevida) e da ação típica que está praticando (uso da informação mediante negociação). O elemento volitivo atine à vontade incondicionada de realizar a ação típica, capaz de produzir o resultado típico como obra do autor.²¹¹ Ainda, segundo o autor, o tipo não admite a modalidade imprudente, em virtude da falta de previsão legislativa nesse sentido (art. 18, parágrafo único, do Código Penal).

Vale dizer, ademais, que o § 1º da nova redação do art. 27-D tipifica expressamente a prática conhecida como *tipping*, isto é, o repasse a terceiros de informações privilegiadas por quem a elas tenha acesso devido a cargo, posição ou função que ocupe na empresa emissora. A vedação abrange também aqueles que tenham “relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor”. Por fim, o § 2º do art. 27-D em sua nova redação prevê majorante da pena constante no *caput*, aplicável àqueles que tenham dever de manter sigilo em relação à informação privilegiada de que tenham conhecimento.

Da leitura do dispositivo em sua nova redação, é possível afirmar que também se criminalizou a conduta dos *insiders* acidentais. A retirada do dever de sigilo como integrante do tipo objetivo opera no mesmo sentido da expressão “qualquer pessoa” do § 4º do art. 155 da Lei nº 6.404/1976, ao deixar de dispor acerca de elementos que caracterizem o crime como próprio. Tampouco a norma dispõe acerca do acesso à informação, podendo-se vislumbrar uma intenção do legislador de coibir de forma genérica o uso de informações privilegiadas, independentemente da forma pela qual foram acessadas. Da mesma maneira, ao ampliar a abrangência do crime quanto aos seus possíveis autores, a nova redação

²⁰⁸ *Ibidem*, loc. cit.

²⁰⁹ CIRINO DOS SANTOS, J. *Direito penal: parte geral*, p. 134, apud *ibidem*, loc. cit.

²¹⁰ Em vez do dever legal de sigilo do autor.

²¹¹ CIRINO DOS SANTOS, J. *Direito penal: parte geral*, p. 135-136, apud *ibidem*, p. 7.

também aproxima a vedação penal da administrativa, consoante a qual a conduta do *insider* acidental é equiparada à do *insider* secundário.²¹² É importante salientar, contudo, a necessidade de se provar o dolo do autor, com destaque para o elemento intelectual consistente na ciência de que a informação e o acesso a ela são privilegiados.

O órgão público legitimado ativamente para a propositura da ação penal pública é o Ministério Público Federal. A competência para o julgamento é federal, tendo sido estabelecida pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região no caso Sadia/Perdigão, com base na existência de interesse direto da União na higidez do Sistema Financeiro Nacional, até porque incumbe à União a fiscalização para assegurar a segurança jurídica e a confiança no correto funcionamento do mercado de capitais.²¹³ O Superior Tribunal de Justiça confirmou este entendimento, apesar da ausência de previsão expressa nesse sentido na Lei nº 6.385/1976:

(...) a utilização de informação privilegiada pode gerar lesão ao Sistema Financeiro Nacional, ao pôr em risco a confiabilidade dos investidores no mercado de capitais, aniquilando a confiança e a lisura de suas atividades (STJ - Conflito de Competência n. 135749/SP, rel. Min. Ericson Marinho, dj. 25/03/2015, dp. 07/04/2015).

Por fim, cabe mencionar que o art. 935 do Código Civil dispõe que, nada obstante a responsabilidade civil ser independente da criminal, não se pode mais questionar sobre a existência do fato ou sobre quem seja o seu autor quando tais questões já se acharem decididas no juízo criminal. Em outras palavras, a absolvição criminal só repercute na esfera civil quando se der com base na negação da existência do fato ou no afastamento de sua autoria. Outrossim, a repercussão atinge a esfera administrativa nas mesmas condições. Não é outro o entendimento do Superior Tribunal de Justiça:

ADMINISTRATIVO. POLICIAL MILITAR. SENTENÇA PENAL ABSOLUTÓRIA. ART. 386, INCISO III, DO CÓDIGO DE PROCESSO PENAL. FATO QUE NÃO CONSTITUI INFRAÇÃO PENAL. REINTEGRAÇÃO. IMPOSSIBILIDADE. 386, III, CÓDIGO DE PROCESSO PENAL. 1. A absolvição criminal somente tem repercussão na instância administrativa quando a sentença proferida no Juízo criminal nega a existência do fato criminoso ou afasta a sua autoria. Precedentes. 2. A sentença penal absolutória do servidor, transitada em julgado, reconheceu a ausência de provas para a condenação, (art. 386, VII, do CPP) sendo tal hipótese insuficiente para anular o ato administrativo de demissão. 386, VII, CPP. 3. Agravo regimental improvido (STJ - AgRg no REsp: 1116829 MG

²¹² Cf. Voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/5039, j. 26-09-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

²¹³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. cit.*, art. 27.

2009/0007281-1, Relator: Ministro JORGE MUSSI, Data de Julgamento: 27/09/2011, T5 - QUINTA TURMA, Data de Publicação: DJe 13/10/2011).

3.1 Análise do ilícito administrativo

A interpretação sistemática dos dispositivos da Lei nº 6.385/1976, da Lei nº 6.404/1976 e da Instrução CVM nº 358/2002 permite a identificação dos requisitos formais para a caracterização do *insider trading* enquanto ilícito administrativo. Compreender os elementos analíticos da configuração se mostra importante, de um lado, para entender o regime jurídico do uso indevido de informação privilegiada e, de outro, para a correta interpretação dos precedentes administrativos.

Francisco Antunes Maciel Müssnich enumera os seguintes elementos formais para a caracterização do ilícito: (i) existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado, (ii) acesso à informação privilegiada e (iii) intenção de negociar tirando proveito da informação privilegiada.²¹⁴ Em sentido semelhante, o Diretor da CVM Gustavo Machado Gonzalez analisa a caracterização do ilícito na presença de três elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público (a informação privilegiada), (ii) a posse de tal informação pelo agente cuja negociação é questionada e, finalmente, (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem indevida.²¹⁵

Outra análise comumente citada nas fundamentações do Colegiado da CVM é a formalizada pelo ex-Presidente da autarquia Marcelo Fernandez Trindade,²¹⁶ segundo a qual o ilícito contém quatro requisitos: (i) a existência de uma informação relevante pendente de divulgação, (ii) o acesso privilegiado a ela, (iii) a utilização desta informação na negociação de valores mobiliários e (iv) a finalidade de auferir vantagem própria ou para terceiros. Ainda, há quem decomponha o ilícito em cinco elementos: (i) a existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, (ii) o acesso a esta informação pelo agente, (iii) a ciência de que tal

²¹⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. cit.*, p. 35.

²¹⁵ Cf. Manifestação de Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 26/2010, j. 27-11-2018. Rio de Janeiro: CVM, 2018.

²¹⁶ TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade in* ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

informação ainda não é pública, (iv) sua utilização na negociação de valores mobiliários e (v) a finalidade de auferimento de vantagem para si, ou para outrem.²¹⁷

Comum a todas as análises do ilícito administrativo, a existência de informação relevante é requisito essencial para a sua configuração. Afinal, não haverá o que utilizar na negociação ausente tal informação, o que inclusive se mostra como uma das matérias mais frequentes de defesa. Para o Diretor da CVM Gustavo Machado Gonzalez, a informação relevante é o conceito que se põe como “a pedra angular dos regimes de regulação dos mercados de valores mobiliários baseados no princípio do *full and fair disclosure*”.²¹⁸ Ele sustenta, ainda, que a informação relevante desempenha uma tripla função na regulação brasileira, servindo como:

(...) (i) pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários; (ii) pressuposto das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada; e (iii) medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado (Voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/2384, j. 26-11-2019. Rio de Janeiro: CVM, 2019).

A informação deve ser relevante nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002, ensejando uma assimetria informacional suficiente para conferir ao *insider trader* vantagem indevida em potencial, colocando em risco o correto funcionamento do mercado. O privilegiamento, para a CVM, resulta da conjugação do caráter relevante e sigiloso da informação, desconhecida do público.²¹⁹⁻²²⁰ Registre-se que o mero fato de haver notícias ou boatos na mídia acerca da informação relevante não descaracteriza por si só a assimetria informacional, dado o grau de certeza superior que, neste caso, tem o *insider* em relação ao resto do mercado.²²¹

Nos termos da Instrução CVM nº 358/2002, é preciso que se prove, de alguma maneira, que o acusado teve acesso privilegiado e consciente à informação, isto é, que a informação relevante e sigilosa estava em sua posse quando da

²¹⁷ Cf. Voto do Conselheiro Relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa no Acórdão CRSFN 214/2018 (processo nº 10372.100009/2018-82), j. 18-10-2018. Brasília: CRSFN, 2018.

²¹⁸ Cf. Manifestação de Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 26/2010, j. 27-11-2018. Rio de Janeiro: CVM, 2018.

²¹⁹ LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Op. cit.*, não paginado.

²²⁰ Cf. Voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/2384, j. 26-11-2019. Rio de Janeiro: CVM, 2019.

²²¹ Cf. Voto do Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/8609, j. 09-05-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

negociação e que o acusado tinha ciência do caráter privilegiado da informação. Todavia, o entendimento que tem prevalecido junto ao Colegiado da CVM é de que não há necessidade de se provar precisamente a forma como a informação foi acessada pelo ou repassada ao acusado para que se configure o ilícito,²²²⁻²²³ bastando que se demonstre “uma possibilidade de caminho e que a pessoa que opera os ativos mobiliários tenha ciência, de qualquer forma, da informação ainda não divulgada.”²²⁴ Há uniformidade na jurisprudência do Colegiado do CRSFN em confirmar este entendimento, de maneira que a identificação do *tipper*, o agente interno à companhia responsável pelo vazamento da informação, apesar de poder ser mais um indício da prática, não é elemento essencial para a configuração do ilícito.²²⁵ Com efeito, o Colegiado do CRSFN entende que “a configuração do ilícito de *insider* não depende necessariamente da prova do acesso à informação, exigindo-se, no entanto, uma pluralidade de indícios que denotem que a negociação se deu com base em informação privilegiada.”²²⁶

A utilização da informação no mercado de valores mobiliários e a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, dizem respeito à justificativa econômica da operação. Nesse sentido, busca-se comprovar que a conduta praticada pelo acusado, comparada àquela esperada de um investidor racional, apenas se justifica ao se assumir a assimetria informacional que coloca o agente em posição não equitativa em relação aos demais participantes do mercado.²²⁷ Em outras palavras, deve haver um nexo de causalidade entre a posse da informação e a negociação, identificando-se o conhecimento da informação como seu único fundamento econômico razoável, a revelar a intenção do acusado de auferir vantagem indevida. Ao passo que estes requisitos estão presentes na Lei nº 6.404/1976, a norma regulamentar as dispensa enquanto elementos do ilícito, conforme lição de Marcelo Fernandez Trindade citada por Eli Loria e Victor Hugo

²²² Cf. Voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/5039, j. 26-09-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

²²³ Cf. Voto do Diretor Relator Gustavo Tavares Borba no Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2013/094, j. 14-12-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

²²⁴ LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Op. cit.*, não paginado.

²²⁵ Cf. Voto do Conselheiro Relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa no Acórdão CRSFN 214/2018 (processo nº 10372.100009/2018-82), j. 18-10-2018. Brasília: CRSFN, 2018.

²²⁶ Cf. Voto do Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/2010, j. 04-07-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

²²⁷ *Ibidem*.

Cunha Silva.²²⁸ Esta aparente antinomia é explicada pelo regime de presunções do *insider trading*.

A interpretação do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 prevalente junto ao Colegiado da autarquia é no sentido de que as vedações à negociação ali dispostas não são autônomas e objetivas, estabelecendo, antes, um regime de presunções relativas que visam facilitar a persecução do *insider trading*.²²⁹ A depender do enquadramento do agente que negociou como *insider* primário ou como *insider* secundário, seguem-se diferentes presunções *iuris tantum* quanto aos requisitos do ilícito.²³⁰⁻²³¹

Em relação aos *insiders* primários, por se tratarem de pessoas que têm acesso direto à informação e discernimento para saber de sua relevância, vigora presunção relativa de que, ao negociarem, detinham informações privilegiadas.²³² Ao contrário, não se aplica esta presunção aos *insiders* secundários, dado que não têm acesso direto à informação nem necessariamente ciência de sua relevância.²³³ Quanto aos *insiders* temporários, em tese uma espécie de *insider* primário que possui acesso direto à informação em virtude da relação de confiança com a companhia, será necessário determinar o momento em que o acusado teve este acesso, para que se possa enquadrá-lo como *insider* primário ou secundário, dado que o seu vínculo com a empresa emissora é temporário.²³⁴

A redação do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 equipara a vedação dos *insiders* primários à dos secundários, possibilitando a presunção relativa de que qualquer pessoa que negocie em posse consciente de informação privilegiada tem a

²²⁸ TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Op. cit.*, p. 458, *apud* LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 20, n. 76, p. 289-314, abr./jun. 2017, não paginado.

²²⁹ Cf. Voto do Diretor Relator Pablo Renteria no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1020, j. 12-09-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

²³⁰ Cite-se, *in verbis*, trecho do Voto referido na nota anterior: “Segundo entendimento pacífico deste Colegiado, as presunções reconhecidas na regulamentação têm natureza relativa (*iuris tantum*), admitindo, portanto, prova em contrário. (...) compete ao acusado indicar as provas aptas a demonstrar, de maneira inequívoca, que não tinha conhecimento da informação privilegiada, ou a intenção de obter vantagem. Sendo as provas produzidas suficientemente robustas para superar a presunção, o *insider trading* não restará configurado, por faltar um de seus elementos típicos nucleares.”

²³¹ Nota-se, portanto, que as presunções relativas implicam a inversão do ônus probatório em relação a alguns elementos do ilícito, de maneira que fazem incumbir ao acusado a produção de prova no sentido contrário.

²³² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. cit.*, p. 47.

²³³ *Ibidem*, *loc. cit.*

²³⁴ *Ibidem*, p. 46.

intenção de auferir vantagem econômica.²³⁵ Desta feita, restando demonstrada a posse consciente, é possível presumir que o *insider*, seja primário ou secundário, negociou utilizando a informação, com a finalidade de obter vantagem indevida.²³⁶⁻²³⁷ Com efeito, caso a operação dos ativos se dê após o acusado tomar conhecimento da informação, e na ausência de justificativa econômica plausível e razoável, a presunção relativa permite a dedução de um nexo de causalidade entre o acesso e a negociação, extraindo-se daí a utilização e a finalidade.

Além disso, o julgador administrativo pode presumir a existência de informações relevantes contidas nas demonstrações financeiras trimestrais e anuais da companhia, bem como a maturidade destas informações quinze dias antes de sua divulgação, consoante a disciplina do § 4º do referido dispositivo.²³⁸ Ainda, o parágrafo permite a presunção de acesso a tais informações, pelas pessoas indicadas na primeira parte do *caput* do dispositivo (*insiders* primários), quinze dias antes da divulgação das demonstrações financeiras. Por fim, à luz da interpretação sistemática do artigo, presume-se que a pessoa que negociou após ter acesso à demonstração financeira e antes de sua divulgação fez uso da informação privilegiada ali contida.²³⁹

3.2 Prova indiciária

A prova indiciária é amplamente utilizada junto à CVM e ao CRSFN para fundamentar condenações de uso indevido de informação privilegiada. Isso se dá devido à grande dificuldade de se obter provas diretas dos elementos caracterizadores do ilícito. Ao passo que a existência de informação privilegiada pode não existir no plano material, constituindo uma mera intenção de fazer, abster-se de fazer algo ou tomar uma decisão por parte da companhia, o conhecimento desta informação está restrito à consciência individual, sendo impossível comprová-lo cabalmente na ausência de confissão do acusado.²⁴⁰ Este

²³⁵ LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Op. cit.*, *loc. cit.*

²³⁶ Cf. Voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/5039, j. 26-09-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

²³⁷ Esta presunção no âmbito da norma administrativa, ainda que relativa, parece inconciliável com o princípio de presunção de inocência no âmbito penal.

²³⁸ Cf. Manifestação de Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 26/2010, j. 27-11-2018. Rio de Janeiro: CVM, 2018.

²³⁹ *Ibidem*.

²⁴⁰ ROSSI, Livia Trabulsi. *Op. cit.*, não paginado.

quadro é agravado quando se trata de *insiders* secundários, dado que estes não possuem qualquer vínculo direto à companhia emissora dos papéis negociados, dificultando ainda mais a instrução probatória.

A autarquia já proferiu diversas vezes o entendimento de que não há no ordenamento jurídico brasileiro hierarquia entre os meios de prova, de modo que a prova indiciária é admitida com igual valor que qualquer outra.²⁴¹ Cita-se com frequência o entendimento manifestado pelo Ministro do Supremo Tribunal Federal Luiz Fux na Ação Penal nº 470, com menção expressa ao uso da prova indiciária nos casos de *insider trading*:

No mesmo diapasão é a prova dos crimes e infrações no mercado de capitais. São as circunstâncias concretas, mesmo indiciárias, que permitirão a conclusão pela condenação. Na investigação de *insider trading* (uso de informação privilegiada e secreta antes da divulgação ao mercado de fato relevante): a baixa das ações, a frequência com que são negociadas, ser o acusado um neófito em operação de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existente entre os acusados e aqueles que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação.

O art. 239 do Código de Processo Penal, aplicável por analogia ao Direito Administrativo Sancionador,²⁴² define o indício como “a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias.” A doutrina jurídica não é uníssona quanto à natureza do indício. Para alguns doutrinadores, ele é fato, enquanto para outros é circunstância. Diverge-se também quanto ao método de raciocínio empregado, sendo para alguns indutivo e, para outros, dedutivo ou indutivo-dedutivo.²⁴³

Não é nosso objetivo neste trabalho discutir a definição de indício. De todo modo, convém trazer à baila o conceito proposto por Francisco Antunes Maciel Müssnich, para quem o indício consiste no fato que dá ensejo à presunção, tida como o “efetivo raciocínio lógico a ser realizado pelo intérprete que, partindo do indício, firma o fato questionado.”²⁴⁴

Uma vez estabelecido que é possível o uso do indício como prova jurídica, interessa-nos saber como se dá esse uso. Meros indícios isolados não têm o

²⁴¹ LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Op. cit.*, não paginado.

²⁴² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. cit.*, p. 102.

²⁴³ LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Op. cit.*, não paginado.

²⁴⁴ *Ibidem*, p. 103.

condão de demonstrar a conduta ilícita do acusado e ensejar sua condenação. Antes, eles devem compor um conjunto probatório uníssono da tese acusatória, formando a chamada prova indiciária. A verdadeira força probante dos indícios está na forma como, em sua união, apontam e confirmam a mesma narrativa, uma vez que são tidos singularmente como “elos da corrente que forja a prova indiciária”.²⁴⁵ Nesse sentido, é entendimento pacífico do Colegiado da CVM que, para fundamentar uma condenação, a prova indiciária deve ser composta por indícios “múltiplos, consistentes e convergentes”²⁴⁶ da conduta imputada ao acusado, que não sejam contraditados por contraindícios.²⁴⁷ Se estes forem suficientes para causar dúvida nos julgadores, impõe-se a absolvição do acusado, em homenagem ao princípio da presunção de inocência.²⁴⁸

Assim, no julgamento de infrações administrativas pela CVM, vigora o uso de indícios e presunções que possibilitam ao julgador decidir da forma mais adequada à luz do que consta nos autos, sempre de forma fundamentada, consoante o princípio do livre convencimento motivado.²⁴⁹

4 PRECEDENTES

O levantamento de precedentes do Direito Administrativo Sancionador foi realizado nas bases de dados virtuais da CVM²⁵⁰ e do CRSFN.²⁵¹ Foram utilizadas as seguintes palavras-chave para a filtragem dos extratos de sessão de julgamento e acórdãos: “*insider trading*”, “uso indevido de informação privilegiada”, “uso de informação privilegiada”, “utilização indevida de informação privilegiada”, “utilização de informação privilegiada” e “informação privilegiada”.

O recorte temporal adotado foi o período compreendido entre os anos de 2017 e 2020. Tendo em vista que a pesquisa visa contribuir para o debate da

²⁴⁵ Cf. Voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 26/2010, j. 27-11-2018. Rio de Janeiro: CVM, 2018.

²⁴⁶ Cf. Declaração de Voto do Diretor Gustavo Tavares Borba no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1785, j. 19-12-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

²⁴⁷ Cf. Voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/2384, j. 26-11-2019. Rio de Janeiro: CVM, 2019.

²⁴⁸ Cf. Voto da Diretora Relatora Norma Jonssen Parente no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/95, j. 05-05-2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005.

²⁴⁹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Op. cit.*, 103.

²⁵⁰ Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>>. Acesso em 31 dez. 2020.

²⁵¹ Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html>>. Acesso em 31 dez. 2020.

aplicação do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 com seu tipo objetivo simplificado, abrangendo a conduta de *insiders* secundários, buscamos aproximar o marco inicial do período analisado da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017 (14 de novembro de 2017, consoante seu art. 72), sem, contudo, reduzir demasiadamente o corte temporal, de maneira a coligir e analisar um material suficientemente amplo para fornecer um panorama atualizado da matéria.

Com base nos critérios supracitados, levantamos, no total, 21 processos administrativos sancionadores junto à CVM, numa média de 7 processos julgados e 18 acusações por ano. O número total de acusações foi de 54 para 53 indiciados, dos quais 28 foram enquadrados como *insiders* primários (52,83%) e 25 como *insiders* secundários (47,16%).²⁵² Desse total de 54 acusações, 33 culminaram em condenação (61,11%) na primeira instância administrativa e 21 resultaram em absolvição (38,88%). Convém diferenciar, ainda, as 13 condenações e 16 absolvições de *insiders* primários (respectivamente, 44,82 e 55,17% do total de 29 acusações) das 20 condenações e 5 absolvições de *insiders* secundários (respectivamente, 80 e 20% do total de 25 acusações).

Na instância recursal presidida pelo Colegiado do CRSFN, identificamos 12 recursos voluntários relativos ao mesmo número de recorrentes, dentre os quais apenas um foi enquadrado como *insider* primário, numa média de 4 recursos julgados por ano. O índice percentual de aderência do CRSFN às decisões do Colegiado da CVM foi de 66,66%, posto que se negou provimento a 8 dos 12 recursos voluntários, com manutenção integral da decisão. Em 2 recursos (16,66%), a decisão da CVM foi parcialmente reformada, com minoração da multa aplicada.²⁵³ Ainda, em outros 2 recursos (16,66%), houve reforma integral da sentença, culminando na absolvição do *insider* primário e de um *insider* secundário.

A análise dos precedentes administrativos enfocou os meios de prova do *insider trading* secundário, constatando-se uma quase exclusividade da prova indiciária. Ante isso, nossa análise se voltou para os indícios e contraíndícios que, compondo provas indiciárias nos termos discutidos no subcapítulo 3.2, mais foram citados na fundamentação das, respectivamente, condenações e absolvições de

²⁵² Vale destacar que houve duas acusações distintas contra um mesmo acusado (Eike Fuhrken Batista da Silva). Ainda, dos vinte e oito acusados enquadrados como *insiders* primários, seis eram pessoas jurídicas. Para os *insiders* secundários, esse número foi de duas pessoas jurídicas.

²⁵³ A multa pecuniária foi a única penalidade aplicada, tanto para *insider trading* primário quanto para secundário.

insiders secundários. À luz dos trabalhos de Livia Trabulsi Rossi²⁵⁴ e Eli Loria e Victor Hugo Cunha Silva,²⁵⁵ agrupamos condutas e fatos em categorias de indícios e contraindícios, para identificar padrões e extrair conclusões indutivas a partir do material analisado. A partir das categorias indicadas, é possível construir um panorama geral e atualizado da prova indiciária aos olhos dos Colegiados da CVM e do CRSFN.

Majoritariamente compatível com aqueles trabalhos, agrupamos os principais tipos de indícios que compõem as provas indiciárias analisadas nas fundamentações em: (i) atipicidade da operação realizada, identificada no desvio em relação ao histórico de negociações e perfil de investimento do acusado, no volume e tipo do ativo negociado (papel com baixa liquidez), no elevado montante em relação ao patrimônio declarado, no fato de as operações do acusado terem constituído considerável parte das negociações havidas no pregão, na realização de cadastro na corretora em momento muito próximo da operação etc.; (ii) ciência do acusado acerca de política de vedação de negociações da companhia em que trabalha; (iii) comportamento típico de *insider trader*, a exemplo da urgência ou pressa em realizar a operação, a compra de ações a termo, a demonstrar objetivo de alavancagem de recursos, intensidade da negociação, a atuação para não perder a “oportunidade do negócio”, negociação por interposta pessoa etc.; (iv) contradição entre depoimentos prestados pelo acusado; (v) conversa telefônica, indicando urgência do acusado em realizar a operação, seu acesso à informação privilegiada,²⁵⁶ postura que demonstre certeza acerca da variação futura do preço ou intenção de obter vantagem indevida, aquisição de ativos mesmo após advertência

²⁵⁴ ROSSI, Livia Trabulsi. *Op. cit.*

²⁵⁵ LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Op. cit.*

²⁵⁶ Vale destacar um caso específico, a saber, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2017/863, em que um funcionário da área de *back office* do Banco Modal, administrador de determinado fundo de investimento, recebeu telefonema de um cliente requisitando a amortização de sua cota em tal fundo, para empregar o valor resultante na aquisição de percentual minoritário de *shopping center* da JHSF Participações S/A. Munido da informação, o acusado adquiriu ações desta empresa em bolsa, mas teve sua posição compulsoriamente zerada pelo Comitê de *Compliance* do Banco, dado que a operação foi realizada na conta do acusado junto à Modal Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários LTDA. Aliás, foi esta que contactou a CVM e apresentou os fatos apurados pelo mencionado comitê. O que se destaca no caso é que não foi juntada aos autos cópia ou transcrição da ligação telefônica, tida pela defesa como prova direta essencial para o deslinde do processo. Argumentou-se, nesse sentido, que o conteúdo da gravação demonstraria que a informação, ainda que incontestavelmente repassada ao acusado, não se mostrara tão precisa quanto nos termos postos pela acusação. No caso em comento, adotou-se as informações prestadas pela área de controle interno do banco, considerando-se a ligação telefônica como mais um indício a compor, com outros, a prova indiciária do ilícito, que culminou na condenação do acusado pela CVM e manutenção pelo CRSFN, embora com minoração do valor da penalidade de multa.

do corretor em sentido contrário etc.; (vi) elevado lucro obtido com a negociação, em que pese a obtenção da vantagem indevida não ser elemento objetivo do ilícito;²⁵⁷ (vii) falta de justificativa econômica plausível e razoável da operação, não bastando a mera alegação de vazamento da informação ao público,²⁵⁸ ou de outros contraindícios fortes; (viii) rede de relacionamentos do acusado que poderiam levar-lhe a informação privilegiada, incluindo relação pessoal²⁵⁹ ou profissional com *insiders* primários, com a companhia emissora do papel negociado ou com empresa parceira da emissora, bem como relações entre os acusados; e (ix) *timing* da operação, apurado em virtude da proximidade das negociações com a divulgação de fato relevante, geralmente com aquisição/alienação de ativos às vésperas da divulgação, com respectiva alienação/aquisição nos dias seguintes, também dizendo respeito à coincidência temporal entre as operações realizadas por diferentes acusados.

Quanto aos contraindícios, classificamos os mais citados nas fundamentações em: (i) ausência de indícios múltiplos, consistentes e convergentes que pudessem compor prova indiciária robusta; (ii) inexistência de informação relevante; (iii) justificativa econômica plausível e razoável da operação; e (iv) tipicidade das operações, em relação ao histórico de negociações do acusado.

Ainda, vale consignar que não foram analisados termos de compromisso firmados entre acusados e a CVM no período selecionado, senão apenas os extratos de sessão de julgamento do Colegiado da CVM e acórdãos do Colegiado do CRSFN. Por fim, diferentemente da metodologia adotada por Livia Trabulsi

²⁵⁷ ROSSI, Livia Trabulsi. Op. cit., não paginado.

²⁵⁸ Com efeito, entende-se que há necessidade de se demonstrar a circulação e o impacto da informação no mercado. Nem sempre é necessária a divulgação de fato relevante para que a informação seja difundida e tenha seu impacto no padrão de negociação dos ativos. Por exemplo, a veiculação em jornais de circulação nacional, reconhecidos como fontes confiáveis pelos investidores, pode fazer as vezes de um fato relevante. Por outro lado, a divulgação por canais de comunicação inexpressivos não tem o condão de ocasionar, por si só, a ampla difusão e incorporação da informação junto ao mercado. Nesse sentido, tal argumentação não é hábil para descaracterizar a ilicitude da conduta, até porque, no mercado de capitais, muitas vezes o conhecimento valioso está nas características e nas circunstâncias de uma dada operação, a exemplo do momento em que ocorrerá, e não necessariamente na mera ciência de que tal operação irá acontecer. Demonstrando-se que o acusado teve conhecimento desses outros aspectos, a assimetria informacional indevida se mantém, mesmo com a divulgação, ampla ou não, da existência de uma dada operação (cf. Voto do Conselheiro Relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa no Acórdão CRSFN 214/2018 (processo nº 10372.100009/2018-82), j. 18-10-2018. Brasília: CRSFN, 2018).

²⁵⁹ “Ademais, especificamente sobre a relação de amizade ou parentesco, é importante salientar que o Colegiado já decidiu inúmeras vezes que tais relações não seriam, por si só, suficientes para embasar uma condenação por insider trading.” (Cf. Voto do Diretor Gustavo Tavares Borba no Processo Administrativo CVM nº RJ2014/1785, j. 19-12-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017)

Rossi,²⁶⁰ que agrupou e analisou os indícios mais citados pela acusação, pela defesa e pelos julgadores na decisão, optamos por trabalhar apenas com estes últimos. Assim procedendo, intentamos atrelar a apuração dos indícios e contraindícios ao resultado dos julgamentos, de maneira a esclarecer quais provas e contraprovas indiciárias têm o condão de condenar e absolver acusados de *insider trading* secundário, conforme as respectivas fundamentações dos Colegiados da CVM e do CRSFN. Em outras palavras, não foram computados os contraindícios levantados pela defesa nos casos de condenação, assim como não foram considerados os indícios apresentados pela acusação nos casos de absolvição.

4.1 Processos administrativos sancionadores julgados pela CVM

A partir do observado por Eli Loria e Victor Hugo Cunha Silva em análise de 26 processos administrativos sancionadores e 5 recursos, de ofício ou voluntários, devolvidos ao CRSFN, relativos a casos de *insider trading* no período compreendido entre 2012 e 2016,²⁶¹ constatamos que as imputações dadas aos casos concretos, em nossa amostra, evidenciam que as acusações realizadas pela CVM continuam, em idêntica proporção, não padronizadas, num total de 9 tipificações: art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, combinado com o art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002 (20 das 54 acusações, ou 37,03%); art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, combinado com o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002 (14 ou 25,92%); incisos I e II, alínea "d", da Instrução CVM nº 08/79 (7 ou 12,96%); art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, combinado com o art. 13, *caput* e seus parágrafos, da Instrução CVM nº 358/2002 (4 ou 7,4%); art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, combinado com o art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002 (3 ou 5,55%); art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, combinado com os §§ 1º e 4º do art. 13, da Instrução CVM nº 358/2002 (2 ou 3,7%); art. 116, parágrafo único, combinado com o art. 155, § 4º, ambos da Lei nº 6.404/1976 (2 ou 3,7%); art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, combinado com o art. 13, *caput* e §§ 3º e 4º, da Instrução CVM nº 358/2002 (1 ou 1,85%) e art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 (1 ou 1,85%).

Tomadas isoladamente, as tipificações das condutas de *insiders* secundários apresentaram, relativamente ao conjunto, maior padronização: art. 155, § 4º, da Lei

²⁶⁰ ROSSI, Livia Trabulsi. *Op. cit.*, não paginado.

²⁶¹ LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Op. cit.*, não paginado.

nº 6.404/1976, combinado com art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002 (20, ou 80% do total de 25 acusações), art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, combinado com art. 13, e seus parágrafos, da Instrução CVM nº 358/2002 (3 ou 12%), art. 155, § 4º (1 ou 4%) e incisos I e II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 (1 ou 4%).

Na amostra de casos analisada, a prova indiciária é o meio de prova praticamente exclusivo do *insider trading* secundário. Em apenas um processo administrativo sancionador²⁶² identificamos o que pode ser reputada uma prova direta do acesso à informação privilegiada, consistente na resposta de um ofício encaminhado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) à Petróleo Brasileiro S.A., em que esta informou à CVM que o acusado, na qualidade de gerente de projeto de Gás Natural Liquefeito (GNL) junto à companhia, havia recebido informações a respeito da informação relevante (parceria comercial da companhia com a PetroRio S.A., à época HRT Petróleo S.A., e a TNK-Brasil Exploração e Produção de Óleo e Gás Natural Ltda., mediante Protocolo de Intenções para monetização de gás na Bacia Solimões) antes de negociar, poucas horas antes da divulgação ao mercado em fato relevante. Em suma, o acusado foi orientado verbalmente por seu gerente para avaliar os modais de escoamento de produção de gás natural na Bacia do Solimões, em área abrangendo concessões da Petrobrás e da HRT. Além disso, ele foi direcionado a observar o sigilo sobre o assunto. O acusado, ainda, recebeu a minuta inicial do Memorando de Entendimentos encaminhado pela HRT, a qual não continha informações acerca dos estudos a serem realizados. Não obstante, estes estudos tiveram o apoio técnico do acusado. Em virtude da posição ocupada dentro da companhia, a imputação o enquadrava como *insider* secundário. O conjunto probatório, vale salientar, foi constituído por outros indícios além da prova direta, como a falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes e o *timing* da operação.

Afora este caso específico, a prova indiciária foi o único meio de prova do *insider trading* secundário junto às instâncias administrativas. Os três indícios mais mencionados nas fundamentações de condenações da CVM foram a falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes (vinte do total de vinte condenações de *insiders* secundários em primeira instância, equivalente a 100%), o *timing* da operação (95%) e a atipicidade da operação (80%). Na sequência, temos

²⁶² A saber, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/8609, j. 09-05-2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

a rede de relacionamentos do acusado (65%), o comportamento típico de *insider trader* (40%) e a conversa telefônica (30%). Os indícios menos citados nas fundamentações foram a contradição entre os depoimentos prestados pelo acusado (15%), o elevado lucro obtido com a negociação (10%) e a ciência do acusado acerca de política de vedação de negociações da companhia em que trabalha (5%).

De maneira a qualificar as provas indiciárias mais frequentes de forma mais concreta, averiguamos os conjuntos probatórios de indícios mais comuns nas condenações junto à CVM, haja vista que a prova indiciária não é senão o conjunto de uma série de indícios “múltiplos, consistentes e convergentes”, conforme observamos no subcapítulo 3.2. Assim, constatamos que o conjunto de indícios mais citado nas fundamentações condenatórias consistiu na atipicidade da operação, a falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes, a rede de relacionamentos do acusado e o *timing* da operação (15%). Os seguintes conjuntos foram citados em duas condenações cada (10%): (i) atipicidade da operação, contradição entre os depoimentos prestados pelo acusado, falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes, rede de relacionamentos do acusado e *timing* da operação; (ii) elevado lucro obtido, falta de justificativa econômica ou de contraindícios fortes, rede de relacionamentos do acusado e *timing* da operação; (iii) atipicidade da operação, conversa telefônica, falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes e *timing* da operação; (iv) atipicidade da operação, falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes e *timing* da operação; (v) atipicidade da operação, comportamento típico de *insider trader*, conversa telefônica, falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes, rede de relacionamentos do acusado e *timing* da operação; e (vi) atipicidade da operação, comportamento típico de *insider trader*, falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes, rede de relacionamentos do acusado e *timing* da operação.

As restantes provas indiciárias figuraram cada qual em apenas uma condenação junto à CVM (5%): (i) comportamento típico de *insider trader*, falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes, rede de relacionamentos do acusado e *timing* da operação; (ii) atipicidade da operação, comportamento típico de *insider trader*, contradição entre os depoimentos prestados pelo acusado, falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes e *timing* da operação; (iii) falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes e *timing* da

operação (com prova direta do acesso à informação); (iv) atipicidade da operação, comportamento típico de *insider trader*, conversa telefônica e falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes; e (v) atipicidade da operação, ciência do acusado acerca de política de vedação de negociações da companhia em que trabalha, comportamento típico de *insider trader*, conversa telefônica, falta de justificativa econômica ou de outros contraindícios fortes, rede de relacionamentos do acusado e *timing* da operação.

No que tange às decisões do Colegiado da CVM que absolveram os acusados, apuramos que os principais contraindícios citados nas fundamentações foram a tipicidade das operações em relação ao histórico de negociações do acusado (três do total de cinco absolvições de *insiders* secundários em primeira instância, equivalente a 60%), a ausência de indícios múltiplos, consistentes e convergentes (40%), a inexistência de informação relevante (40%) e justificativa econômica plausível e razoável da operação (40%).

As seguintes contraprovas indiciárias figuraram em apenas um caso cada (20%): (i) ausência de indícios múltiplos, consistentes e convergentes, tipicidade das operações em relação ao histórico de negociações do acusado e inexistência de informação relevante; (ii) ausência de indícios múltiplos, consistentes e convergentes, e tipicidade das operações em relação ao histórico de negociações do acusado; (iii) tipicidade das operações em relação ao histórico de negociações do acusado e justificativa econômica plausível e razoável da operação; (iv) inexistência de informação relevante; e (v) justificativa econômica plausível e razoável da operação.

4.2 Recursos voluntários julgados pelo CRSFN

Quanto aos recursos voluntários devolvidos ao CRSFN, já referimos na contextualização geral acima que o índice total de aderência às decisões do Colegiado da CVM foi de 66,66%, próximo ao índice percentual verificado por Eli Loria e Victor Hugo Cunha Silva na amostra por eles analisada (80%).²⁶³

Conforme mencionado *supra*, houve em nossa amostra apenas um recurso voluntário envolvendo *insider* secundário que foi provido integralmente, levando à

²⁶³ LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Op. cit.*, não paginado.

absolvição do acusado. Posto isso, concentramos nossa análise neste caso específico, já que os dois recursos que foram parcialmente providos culminaram, tão somente, na redução da multa aplicada, sem valoração do conjunto probatório atinente ao uso indevido de informação privilegiada que alterasse o mérito da decisão da CVM neste particular. Quanto aos acórdãos que mantiveram as decisões da CVM, tampouco houve significativa reavaliação das provas indiciárias. Por fim, em um caso, foram interpostos embargos de declaração, os quais foram rejeitados sem efeitos infringentes. Diante da ausência de reexame de provas, não analisamos este último acórdão.

Os contraindícios citados na fundamentação do acórdão que reformou a decisão do Colegiado da CVM foram: (i) a inexistência de informação relevante quando da negociação, (ii) a justificativa econômica plausível e razoável da operação, (iii) a tipicidade das operações em relação ao histórico de negociações do acusado e (iv) o momento de aquisição relativamente anterior à divulgação dos fatos relevantes em conjunto com a posterior manutenção dos papéis em carteira, com prejuízo ao acusado.

5 CONCLUSÃO

No presente trabalho, identificamos evidências de que o *insider trading* causa danos econômicos ao mercado de valores mobiliários. Mencionamos estudos empíricos e teóricos que demonstram que a prática ocasiona danos ao mercado em virtude, dentre outros fenômenos, da seleção adversa e da redução do bem-estar econômico de investidores *outsiders*. Nesse sentido, apesar de não integrar propriamente a argumentação econômica a favor da proibição da prática, sustentamos que a igualdade de oportunidades entre investidores, aliada à livre concorrência, é o bem jurídico constitucionalmente relevante tutelado pelo tipo penal do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. A criminalização do *insider trading* secundário, por ocasião da nova redação do dispositivo, é adequada pois torna o sistema de combate mais coerente e mais próximo à sistemática internacional. Além disso, a criminalização da prática é uma maneira eficiente de combatê-la, caso haja efetiva aplicação da norma penal.

No Capítulo 4, foram analisados precedentes administrativos junto à Comissão de Valores Mobiliários e ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro

Nacional, em virtude da ausência de condenações penais do *insider trading* secundário de que se tenha notícia. A partir desse escrutínio, pode-se concluir que a prova indiciária tem sido o meio de prova quase exclusivo do uso indevido de informações privilegiadas por *insiders* secundários. A prova indiciária deve reunir indícios múltiplos, consistentes e convergentes da infração, tomando em consideração que não se aplicam a estes agentes a presunção de acesso à informação privilegiada.

Nesse sentido, são analisados diversos aspectos da conduta do acusado e as circunstâncias em que este negociou os valores mobiliários. Junto às instâncias administrativas, importa saber as características da operação realizada, como sua justificativa econômica, o *timing* em que ocorreu e a sua (a)tipicidade em relação ao histórico de negociações e perfil de investimento do acusado, dentre outros elementos. Também se mostra relevante apurar a rede de relacionamentos pessoais e profissionais do acusado. Nas decisões analisadas, a forma mais comum de se provar a irregularidade, e que mais levou à condenação do acusado, é demonstrar que a operação foi atípica, não tem justificativa econômica plausível e razoável e ocorreu em *timing* suspeito, sendo realizada por pessoa com rede de relacionamentos que poderia indicar um possível caminho para a informação privilegiada, sem que contraindícios infirmem a tese acusatória.

Por outro lado, não se verificou uma única contraprova indiciária que mais tenha levado à absolvição do acusado. Em todo caso, o contraindício individual mais levado em conta, nas decisões absolutórias em primeira instância, foi a tipicidade das operações em relação ao histórico de negociações do acusado. O único recurso voluntário ao CRSFN que foi provido, com absolvição do acusado condenado pela CVM, apresentou os seguintes contraindícios: a inexistência de informação relevante quando da negociação, a justificativa econômica plausível e razoável da operação, a tipicidade da operação em relação ao histórico de negociações do acusado e o momento de aquisição relativamente anterior à divulgação dos fatos relevantes em conjunto com a posterior manutenção dos papéis em carteira, com prejuízo ao acusado.

O art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 em sua nova redação, abrangendo as negociações por *insiders* secundários com a simplificação do tipo objetivo, carece ainda de aplicação efetiva em toda sua extensão. Da análise indutiva dos precedentes administrativos, pode-se deduzir que condenações penais de *insiders*

secundários só serão possíveis com o uso da prova indiciária. Do contrário, vislumbra-se uma aplicabilidade baixa do tipo penal em sua nova formulação, restrita essencialmente à conduta dos *insiders* primários (e ainda assim com as limitações que se impõem à comprovação da prática de forma geral). Não há motivos aparentes para se diferenciar as dificuldades práticas da instrução probatória em instâncias diversas, havendo contudo diferentes disciplinas legais e sistemáticas jurídicas. Por exemplo, não se pode presumir a culpa do réu no âmbito penal, ao passo que, em alguns casos, é possível fazê-lo para acusados de *insider trading* no âmbito administrativo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAINBRIDGE, Stephen M. *An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Insider Trading Research Handbook*. Research Handbook on Insider Trading, Stephen Bainbridge. Law-Econ Research Paper, UCLA School of Law, Edward Elgar Publishing Ltd., n. 12-15, 2013.

_____. *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*. Fev. 2001. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=261277>>." Acesso em: 10 nov. 2020.

BERNARDO, Antonio. *Contractual restrictions on insider trading: a welfare analysis*. Economic Theory, v. 18, p. 7-35, 2001.

BHATTACHARYA, Sudipto; NICODANO, Giovanna. *Insider Trading, Investment, and Liquidity: A Welfare Analysis*. Journal of Finance, v. LVI, n. 3, p. 1141-1159, jun. 2001.

BHATTACHARYA, Utpal. *Insider Trading Controversies: A Literature Review*. Annual Review of Financial Economics, v. 6, p. 385-403, 2014.

_____; DAOUK, Hazem. *The World Price of Insider Trading*. The Journal of Finance, v. 5, 1. ed., p. 75-108, 2002.

BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDAS, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis Roberto Cordeiro. *O Crime de Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017*. Revista da PGBC, v. 13, n. 1, p. 135-150, jun. 2019.

CARLTON, Dennis W.; FISCHEL, Daniel R. *The regulation of insider trading*. Stanford Law Review, v. 35, n. 5, 1985.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2003.

CASTELLAR, João Carlos. *Insider trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

CHENG, Louis; FIRTH, Michael; Leung, T. Y.; RUI, Oliver. *The effects of insider trading on liquidity*. Pacific-Basin Finance Journal, v. 14, n. 5, p. 467-483, 2006.

DA SILVA, Cristian Kiefer; LAGE, Telder Andrade. *Insider Trading: uma realidade à luz do direito brasileiro e a responsabilidade civil e criminal do insider*. Revista Brasileira de Direito Empresarial, v. 3, n. 2, p. 40-59, jul./dez. 2017.

DENT, George W. *Why Legalized Insider Trading Would Be a Disaster*. Delaware Journal of Corporate Law (DJCL), v. 38, p. 247-273, 2013.

GOUVÊA, Marcus de Freitas. *Insider trading, dever de lealdade e a lei penal carente de bem jurídico tutelado*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 22, n. 83, p. 135-156, jan./mar. 2019.

HUNT, E. K.; SHERMAN, Howard J. *História do pensamento econômico*. 26. ed. Trad. Jaime Larry Benchimol. Rio de Janeiro: Vozes, 2013.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A adoção do chinês wall e a repressão ao insider trading*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 47, p. 227-246, 2010

LELAND, Hayne E. *Insider Trading: Should It Be Prohibited?* Journal of Political Economy, v. 100, n. 4, p. 859-887, 1992.

LEMOS, Flávio. *Análise técnica dos mercados financeiros: um guia completo e definitivo dos métodos de negociação de ativos*. São Paulo: Saraiva Educação, 2015.

LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 20, n. 76, p. 289-314, abr./jun. 2017.

LUCCHESI, Guilherme Brenner. *O objeto de tutela penal no delito de insider trading: uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea*. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 19, n. 90, p. 137-161, maio/jun. 2011, p. 8.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. *Efetividade da repressão ao insider trading*. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 149-176, maio/jun. 2014.

MADHAVAN, Ananth; MASSON, Robert T. *Insider Trading and the Value of the Firm*. The Journal of Industrial Economics, v. 39, n. 4, p. 333-353, jun. 1991.

MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*. Journal of Corporation Law, v. 31, n. 1, p. 167-185, 2005.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo, Saraiva, 2017.

NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do "Insider Trading"*. CVM. Superintendência Jurídica, jun. 1978.

PASCHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; JOST, Mariana Silveira Martins; MERLUSSI, Natália Parmigiani. *Utilização de informação privilegiada: insider trading*. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 2, n. 4, p. 159-193, jul./ago. 2014

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

PROENÇA, José M. M. *Insider trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

ROSSI, Livia Trabulsi. *Fundamentos para a constituição de prova indiciária em casos de insider trading de mercado*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 18, n. 69, p. 123-148, jul./set. 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. São Paulo: Malheiros, 2001.

SANTIAGO, Alex Fernandes. *A repressão administrativa e penal do abuso de informação privilegiada no Brasil: Direito Penal simbólico?* Revista Magister de Direito Penal e Processual Penal, Porto Alegre, v. 8, n. 46, p. 48-73, fev./mar. 2012.

SINGER, Paul. *Para entender o mundo financeiro*. São Paulo: Contexto, 2000.

SUTHERLAND, Edwin. *White collar crime*. Binghamton: Vail-Ballou Press, 1983.

_____. *White-Collar Criminality*. American Sociological Review, v. 5, n. 1, p. 1-12, 1940.